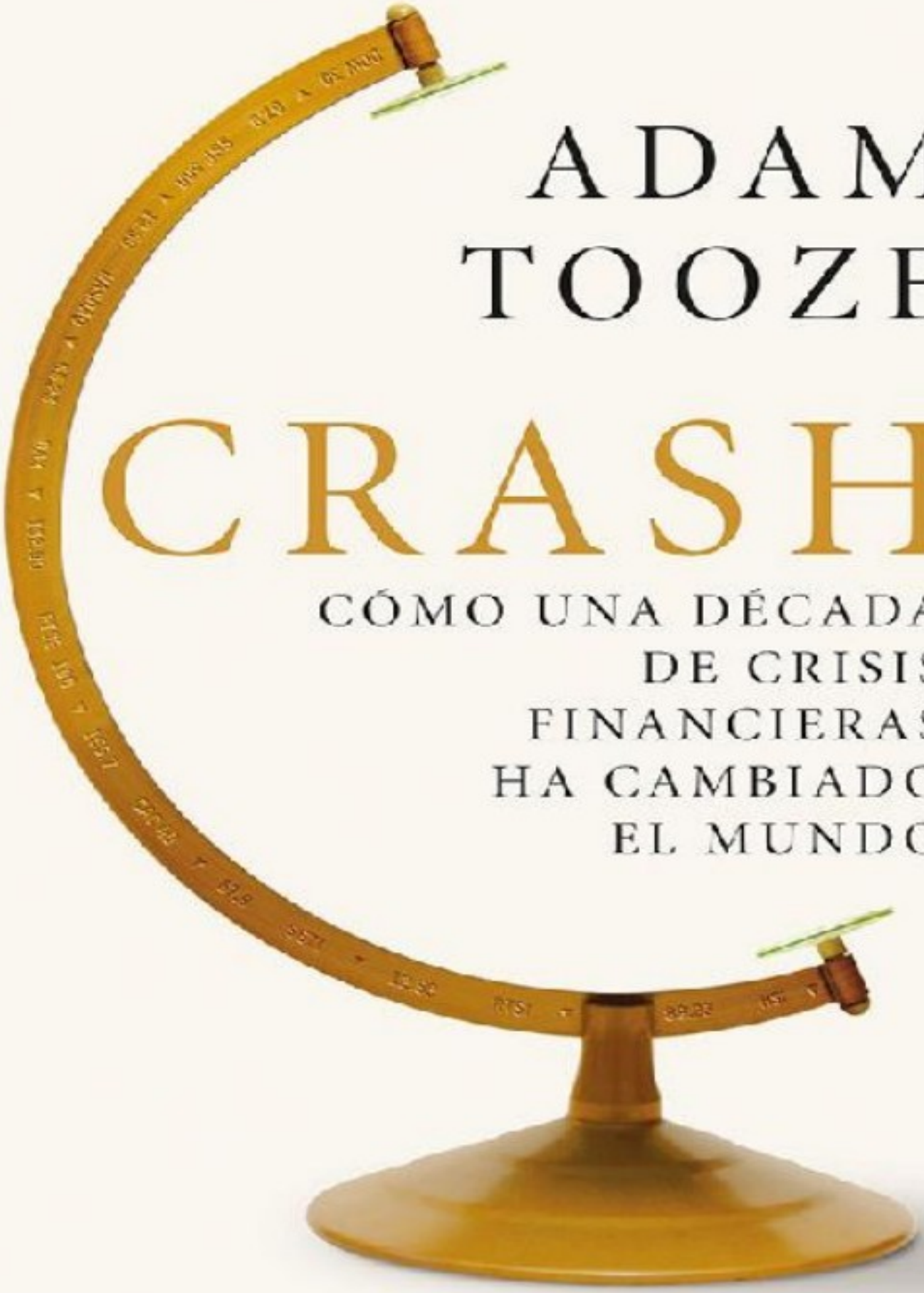
ADAM TOOZE

CRASH

CÓMO UNA DÉCADA DE CRISIS FINANCIERAS HA CAMBIADO EL MUNDO



CRÍTICA

Índice

Portada
Sinopsis
Portadilla
Dedicatoria
Agradecimientos
Introducción. La primera crisis de una era global
I. Tormenta inminente
- Capítulo 1. La «crisis equivocada»
- Capítulo 2. Las hipotecas subprime
- Capítulo 3. Las finanzas en el escenario atlántico
- Capítulo 4. La zona euro
- Capítulo 5. Un mundo multipolar

II. La crisis mundial
- Capítulo 6. «La peor crisis financiera de la historia»
- Capítulo 7. Los rescates
- Capítulo 8. «Lo más importante»: garantizar la liquidez mundial
- Capítulo 9. La crisis olvidada de Europa: Europa del Este
- Capítulo 10. El viento del este: China
- Capítulo 11. El G20
- Capítulo 12. Estímulos
- Capítulo 13. Arreglar Wall Street

III. La zona euro
- Capítulo 14. Grecia 2010: «extend & pretend»
- Capítulo 15. El problema de la deuda
- Capítulo 16. El mundo de gravedad cero
- Capítulo 17. La espiral destructiva
- Capítulo 18. «Whatever it takes»

IV. Las réplicas del terremoto
- Capítulo 19. «Estancamiento secular»
- Capítulo 20. Temor al Tapering
- Capítulo 21. La crisis de Ucrania
- Capítulo 22. #thisisacoup
- Capítulo 23. La amenaza populista
- Capítulo 24. Trump
- Capítulo 25. El mundo que viene

Notas
Créditos

Gracias por adquirir este eBook

Visita **Planetadelibros.com** y descubre una
nueva forma de disfrutar de la lectura

¡Regístrate y accede a contenidos exclusivos!

Primeros capítulos
Fragmentos de próximas publicaciones
Clubs de lectura con los autores
Concursos, sorteos y promociones
Participa en presentaciones de libros

PlanetadeLibros

Comparte tu opinión en la ficha del libro
y en nuestras redes sociales:

Explora Descubre Comparte

SINOPSIS

La crisis que se inició en Estados Unidos en septiembre de 2008 no fue un accidente puntual, sino el inicio de un gran cambio global. Sus consecuencias se extendieron también al campo de la política, con manifestaciones que van desde el colapso de Grecia al Brexit o a la elección de Donald Trump como presidente de los Estados Unidos. Adam Tooze nos ofrece ahora un primer intento de escribir la historia global de una década en que una secuencia de crisis financieras han transformado por completo nuestro mundo.

¿Era inevitable? ¿Realmente ha acabado? *Crash* es una magnífica narración sobre la naturaleza fortuita del desarrollo económico y el camino errático de la deuda en todo el mundo; la manera invisible en que los países y regiones individuales están vinculados en relaciones profundamente desiguales a través de la interdependencia financiera, la inversión, la política y la fuerza; las formas en que la crisis financiera interactuó con el aumento espectacular de las redes sociales, la crisis de la clase media de los Estados Unidos, el ascenso de China o las luchas mundiales por los combustibles fósiles.

Finalmente, Tooze se pregunta, dada esta historia: ¿cuáles son las perspectivas de un orden mundial estable y coherente?

ADAM TOOZE

CRASH

Cómo una década de crisis financiera ha cambiado el mundo

Traducción castellana de
Yolanda Fontal, Efrén del Valle
y Gonzalo García

CRÍTICA
BARCELONA

Para Dana

AGRADECIMIENTOS

Este libro ha sido escrito con urgencia y estoy profundamente agradecido a todos aquellos que lo han hecho posible. Trabajar con Sarah Chalfant y la Wylie Agency ha sido tan fácil como siempre. Mis editores Simon Winder y Wendy Wolf colaboraron con entusiasmo en el proyecto. Melanie Tortoroli me dio valiosos consejos sobre las primeras versiones. Su trabajo y el del equipo de producción de Viking y Penguin es lo que ha permitido llevar a término este libro.

Para dar forma al manuscrito confié en la cuidadosa atención editorial de Nick Monaco, Kevin James Schilling y Ella Plaut Taranto.

El proyecto se plasmó en un curso universitario impartido en Yale y Columbia, en el que figuraban mis compañeros Ted Fertik, Gabe Winnant, Nick Mulder, Madeline Woker, David Lerer y Noelle Tutur. Les estoy enormemente agradecido a todos ellos.

Además, Ted Fertik, Grey Anderson, Stefan Eich, Anusar Farooqui, Nick Mulder, Hans Knundani y Nicholas Monaco leyeron y comentaron el manuscrito desde una etapa temprana. Wolfgang Proissel, Barnaby Raine y Dana Conley añadieron sus comentarios a capítulos concretos. Estos amigos e interlocutores saben individual y colectivamente lo mucho que les debo.

Las partes que escribí en colaboración con Stefan Eich y Danilo Scholz contribuyeron a pulir el argumento.

En relación con el libro, me beneficié enormemente de las conversaciones con una serie de colegas, testigos y participantes del drama aquí descrito.

Como parte de la investigación tuve el privilegio de entrevistar a Mario Monti, Giuliano Amato, Timothy Geithner y Giulio Tremonti. Les agradezco profundamente el tiempo que me dedicaron para nuestras conversaciones.

Gracias a mi cargo como director del Instituto Europeo de Columbia he tenido la suerte de debatir los argumentos con Frans Timmermans, Pierre Moscovici, Pierre Vimont, Marco Buti y Moreno Bertoldi.

François Carrel-Billiard es mi indispensable colaborador en el instituto. Es un privilegio trabajar con él.

Nathan Sheets y Patricia Mosser, veteranos de la Fed, me concedieron generosamente su tiempo.

Erik Berglof me ayudó a analizar la crisis en Europa del Este.

Una cena con Mervyn King organizada por Peter Garber resultó ser muy esclarecedora.

Perry Mehrling, Brad Setser, Mike Pyle, Clara Mattei, Martin Sandbu, Nicolas Véron, Cornel Ban, Gabriella Gabor, Shahin Vallée y Eric Monnet hicieron aportaciones inestimables.

Como de costumbre, mis viejos amigos David Edgerton y Chris Clark fueron una indispensable fuente de primeras impresiones.

He tenido la suerte de poner a prueba los argumentos de este libro en talleres, conferencias y seminarios celebrados en Berlín por cortesía del Hamburger Stiftung für Sozialgeschichte, en el Heidelberg Center for American Studies, la American Academy de Berlín, la Universidad Brown, Stanford, el Instituto Eisenberg de la Universidad de Míchigan, el Instituto Universitario Europeo, la NYU en Florencia, la New School, UCLA, la conferencia MaxPo, el Instituto Histórico Alemán de París, el seminario del FPLH en Londres, como parte del proyecto sobre la deuda pública de Science Po y el seminario de la NYU en Kandersteg. Doy las gracias a mis anfitriones y a los demás participantes en todos estos actos.

En una conferencia en memoria de Francesca Carnevali celebrada en Birmingham se pudo escuchar una versión de la tesis sobre los bancos europeos.

Participar en un seminario del Siemens Stiftung moderado por Knut Borchardt y al que asistió Jürgen Habermas fue un gran honor.

Fuera del mundo académico, he tenido la extraordinaria suerte de encontrarme con gente brillante y muy informada en Twitter y Facebook, que ha cambiado mi manera de entender cómo se puede desarrollar un debate intenso en tiempo real en el siglo XXI.

Este proyecto supone una doble desviación en la trayectoria de mi trabajo. He avanzado en el tiempo para adentrarme en el campo de la historia contemporánea. Al mismo tiempo, he retrocedido para reencontrarme con un interés juvenil por la economía. Este doble desplazamiento me ha recordado la deuda que tengo con dos profesores.

Alan Milward, mi director de tesis, fue un hombre brillante pero difícil. Habida cuenta de mi carácter personal, la colaboración con él fue de alto riesgo. Pero sobreviví y Alan sigue siendo una figura eminente en el campo

de la historia europea moderna. No sé si habría estado de acuerdo con mi opinión sobre la crisis de la zona euro, pero siento su presencia.

Wynne Godley fue un mentor y profesor muy diferente. Espontáneamente afectuoso y generoso, me acogió bajo su ala en mis primeros años en el King's College y me introdujo, junto a un grupo de mis contemporáneos, en lo que por entonces era una rama de la economía muy idiosincrática. Fue un ejemplo de cordialidad y vitalidad intelectual. Y confirmó las dudas que se habían estado gestando en mí sobre el modelo IS-LM, que fue mi primer gran amor en la economía. Wynne me mostró la importancia de mirar «más allá de los flujos» y de insistir en la coherencia entre flujos y fondos de los modelos macroeconómicos. Dudo que este libro, escrito casi treinta años después, hubiera sido lo mismo sin su temprana influencia.

La escritura de un libro es una tarea emocional, intelectual y física. Es un trabajo que realizo en casa y allí se lo debo todo a mi pareja Dana Conley, cuyo amor y apoyo estimularon y sostuvieron este proyecto desde el principio hasta el final. Tener una compañera tan comprometida, profundamente inteligente, valiente, vivaz y afectuosa, tan abierta a mí y a mi mundo, es una bendición que no se puede expresar con palabras.

El cachorro Ruby, un maravilloso regalo de Dana, añadió alegría, calidez, paseos e innumerables distracciones.

Mi hija, Edie, ha convulsionado las conversaciones en la mesa con una explosión de radicalismo político e ideas incisivas. Cuando la actualidad me ofuscaba la mente, me ofrecía su precoz sabiduría. Su compromiso con el mundo, enérgico pero bien fundado, es una fuente de inspiración y de aliento.

No cabe duda de que estas tres fuerzas son fundamentales para mi estabilidad emocional actual. El hecho de que este libro nos haya acercado en lugar de distanciarnos y nos haya dado temas de los que hablar es mi mayor satisfacción personal.

El hecho de que pueda decir todo esto se debe en gran medida a los sabios consejos de un excelente psicoanalista. Su nombre permanecerá en el anonimato, pero todo el mundo debería ser tan afortunado.

Como me dijo Nicolas Véron una tarde en Washington Square Park, dar sentido a lo que ha sucedido desde 2008 es una labor colectiva. Como historiador, ha sido un privilegio extraordinario formar parte de ese

colectivo. Espero que este libro sirva para corresponder de algún modo la buena acogida que he tenido.

Introducción
LA PRIMERA CRISIS DE LA ERA GLOBAL

El martes 16 de septiembre de 2008 fue el «día después de Lehman». Fue el día en el que los mercados financieros mundiales se paralizaron. En la Junta de la Reserva Federal, en Washington D. C., el 16 de septiembre empezaron con urgencia planes para inyectar centenares de miles de millones de dólares a los bancos centrales del mundo. En Wall Street, todas las miradas estaban puestas en AIG. ¿Llegaría el gigante mundial de los seguros al final del día o seguiría los pasos del banco de inversiones Lehman Brothers? La onda de choque se propagó hacia el resto de las economías. En cuestión de semanas, sus efectos se dejaron sentir en fábricas y astilleros, mercados financieros y bolsas de productos básicos de todo el mundo. Mientras tanto, en el centro de Manhattan, el 16 de septiembre de 2008 fue el día de la apertura del sexagésimo tercer período de sesiones de la Asamblea General de Naciones Unidas.

El edificio de la ONU, situado en la calle 42 Este, no es la sede del poder financiero en Nueva York. Los oradores que intervinieron en la sesión plenaria que comenzó la mañana del 23 de septiembre no se explayaron sobre los aspectos técnicos de la crisis bancaria. En lo que insistieron en hablar fue en su significado más amplio. El primer jefe de gobierno en intervenir fue el presidente brasileño Lula, quien denunció enérgicamente el egoísmo y el caos especulativo que habían provocado la crisis.[1] El contraste con el presidente George W. Bush, que subió a la tribuna tras él, fue alarmante. Bush no parecía tanto un presidente al final de su mandato como un hombre desconectado de la realidad, perseguido por el fracaso de su programa durante sus ocho años de presidencia.[2] La primera mitad de su discurso giró de manera obsesiva en torno al fantasma del terrorismo mundial. A continuación, se solazó con el tema predilecto de los neoconservadores, la promoción de la democracia, que, a su juicio, había culminado en las «revoluciones naranja» de Ucrania y Georgia. Pero eso había ocurrido en 2003-2004. La devastadora crisis financiera que causaba estragos a unos pocos pasos de distancia, en Wall Street, solamente mereció dos breves párrafos al final del discurso del presidente. Para Bush, la

«turbulencia» era un problema estadounidense del que debía ocuparse el Gobierno de Estados Unidos, no un asunto que requiriera iniciativas multilaterales.

Otros discrepaban. Gloria Macapagal Arroyo, la presidenta de Filipinas, afirmó que la crisis financiera estadounidense había ocasionado un «terrible tsunami» de incertidumbre, que se estaba propagando por todo el planeta, «no solo aquí, en la isla de Manhattan». Desde que los primeros temblores habían sacudido los mercados financieros en 2007, el mundo se había repetido a sí mismo que «lo peor había pasado». Sin embargo, «la luz al final del túnel» se había revelado, una y otra vez, como «un tren que se acercaba a toda velocidad, provocando nuevas sacudidas al sistema financiero mundial».[3] Fueran cuales fuesen los intentos de estabilización de Estados Unidos, no estaban funcionando.

Los oradores que intervinieron en la ONU fueron relacionando, uno tras otro, la crisis con la cuestión de la gobernanza mundial y, en última instancia, con la posición de Estados Unidos como potencia hegemónica en el mundo. Cristina Fernández de Kirchner, de Argentina, habló en nombre de un país que había atravesado hacía poco una crisis financiera devastadora y no ocultó su *schadenfreude*. Por una vez, se trataba de una crisis de la que no se podía culpar a la periferia. Era una crisis que «emanaba de la primera economía mundial». Durante décadas se había aleccionado a América Latina diciendo que «el mercado lo solucionaba todo». Wall Street se estaba hundiendo y el presidente Bush prometía que el Tesoro estadounidense acudiría al rescate. Pero ¿estaba Estados Unidos en condiciones de responder? Fernández de Kirchner señaló que «la presente intervención» no solo era «la más formidable de la que se tenga memoria», sino que la estaba llevando a cabo un Estado con un «colosal déficit fiscal y comercial».[4] De mantenerse así, el «consenso de Washington» de disciplina fiscal y monetaria, al que habían estado sometidos tantos países emergentes, estaba claramente muerto. Era «una oportunidad histórica para poder revisar comportamientos y políticas». No solo se puso de manifiesto el resentimiento de América Latina. Los europeos se sumaron al coro. «El mundo ya no es un mundo unipolar con una superpotencia, ni tampoco es un mundo bipolar con el Este y el Oeste. Ahora es un mundo multipolar»,[5] entonó Nicolas Sarkozy, quien habló en calidad de presidente de Francia y también de presidente del Consejo Europeo. Ya no era posible gobernar «el mundo del siglo XXI con las instituciones del siglo XX». Era necesario

ampliar el Consejo de Seguridad y el G8. El mundo necesitaba una estructura nueva, un G13 o un G14.[6]

No era la primera vez en el nuevo mileno que se planteaba en las Naciones Unidas la cuestión de la gobernanza mundial y del papel de Estados Unidos. Cuando el presidente francés se pronunció en la ONU en contra del unilateralismo estadounidense, nadie pudo ignorar los ecos de 2003, de Irak y las luchas en torno a aquella catastrófica guerra. Fue un momento que había dividido profundamente a Europa y Estados Unidos, a los gobiernos y a los ciudadanos.[7] Había revelado una alarmante distancia en materia de cultura política entre ambos continentes. Para los ciudadanos biempensantes del siglo XXI, Bush y sus acólitos del ala derecha del Partido Republicano no eran fáciles de asimilar.[8] Pese a todo el discurso de la marcha imparable de la democracia, ni siquiera estaba claro que hubieran ganado las elecciones que los habían aupado al poder en 2000. En connivencia con Tony Blair, habían engañado al mundo sobre las armas de destrucción masiva. Con sus descaradas apelaciones a la inspiración divina y su fervor de cruzados, habían hecho alarde de su desprecio por la concepción de la modernidad con la que tanto a la UE como a la ONU les gustaba alinearse: ilustrada, transparente, progresista, cosmopolita. Obviamente, se trataba de pura fachada, de su propio tipo de política simbólica. Sin embargo, los símbolos son importantes. Son ingredientes esenciales para la construcción de significados y de hegemonía.

En 2008, la administración Bush había perdido la batalla. Y la crisis financiera afianzó la sensación de catástrofe. Fue un duro desenlace histórico. En tan solo cinco años, la élite de la política exterior y de la política económica de Estados Unidos, la nación más poderosa del planeta, había sufrido una derrota humillante. Y, para agravar el proceso de deslegitimación, en agosto de 2008 la democracia estadounidense también se puso en ridículo. Mientras el mundo se enfrentaba a una crisis financiera de proporciones mundiales, los republicanos eligieron para la vicepresidencia en la candidatura de John McCain a la gobernadora de Alaska Sarah Palin, manifiestamente incompetente, cuya percepción pueril de los asuntos internacionales la convirtió en el hazmerreír del mundo. Y lo peor fue que una gran parte del electorado estadounidense no entendió el chiste. Adoraban a Palin.[9] Tras oír hablar durante años de derrocar a dictadores árabes, la opinión pública mundial estaba empezando a preguntarse qué régimen era el que estaba cambiando. Cuando Bush hijo

salió de escena, el orden de la posguerra fría que su padre había creado se estaba derrumbando a su alrededor.

Solo unas semanas antes de que comenzara la Asamblea General en Nueva York, el mundo había sido testigo de dos muestras de la realidad de la multipolaridad. Por un lado, la impresionante exhibición olímpica de China dejó en ridículo a cualquier otra que se hubiera visto en Occidente, en especial a los funestos juegos de Atlanta de 1996, que conviene recordar que fueron interrumpidos por el atentado perpetrado con una bomba de fabricación casera por un fanático de extrema derecha.[10] Si el pan y el circo son la base de la legitimidad popular, el régimen chino, impulsado por su pujante economía, estaba ofreciendo un gran espectáculo. Entre tanto, mientras los fuegos artificiales destellaban en Pekín, el ejército ruso había impuesto un severo castigo a Georgia, un pequeño aspirante a integrarse en la OTAN.[11] Sarkozy llegó a Nueva York tras haber asistido a las conversaciones sobre el alto el fuego en la frontera oriental de Europa. Fue el primero de una serie de enfrentamientos más o menos abiertos entre Rusia y Occidente, que culminarían en el violento desmembramiento de Ucrania, otro candidato a incorporarse a la OTAN, y las febriles especulaciones sobre la subversión rusa de las elecciones presidenciales de 2016 en Estados Unidos.

La crisis financiera de 2008 parecía una señal más del declive de la hegemonía estadounidense. Y esta opinión se confirma fácilmente cuando se analiza la crisis desde la distancia de una década, tras la elección como presidente de Donald Trump, el heredero de Palin. Cuesta leer ahora los discursos de 2008 en la ONU y su crítica al unilateralismo estadounidense sin que resuene en los oídos la beligerante toma de posesión de Trump el 20 de enero de 2017. Aquel viernes nublado, el cuadragésimo quinto presidente evocó desde la escalinata del Capitolio la imagen de un Estados Unidos en crisis, con las ciudades sumidas en el caos y su posición internacional en declive. Declaró que esa «masacre» tenía que acabar. ¿Cómo? La respuesta de Trump retumbó: él y sus seguidores promulgarían ese día un «decreto que se escuchará en cada ciudad, en cada capital extranjera y en cada centro de poder. A partir de este día, una nueva visión gobernará nuestro país. De hoy en adelante, America First».[12] Si Estados Unidos estaba sufriendo una profunda crisis, si ya no era hegemónico, si necesitaba «volver a ser grande», verdades que para Trump eran evidentes, entonces al menos «decretaría» sus propias condiciones. Esta sería la

respuesta que el ala derecha de la política estadounidense daría a los desafíos del siglo XXI.

Los acontecimientos de 2003, 2008 y 2017 son, sin lugar a dudas, momentos decisivos de la historia internacional reciente. Pero ¿cuál es la relación entre ellos? ¿Cuál es la relación de la crisis económica de 2008 con el desastre geopolítico de 2003 y con la crisis política en Estados Unidos tras las elecciones de noviembre de 2016? ¿Qué arco de transición histórica delimitan estos tres puntos? ¿Qué significa este arco para Europa, para Asia? ¿Cuál es su relación con la trayectoria menor, pero no menos devastadora, trazada por Reino Unido desde Irak hasta la crisis de la City de Londres en 2008 y el *brexit* en 2016?

El argumento que sostiene este libro es que los oradores que intervinieron en la ONU en septiembre de 2008 tenían razón. La crisis financiera y las respuestas económicas, políticas y geopolíticas a la misma son esenciales para comprender la faz cambiante del mundo actual. Pero para entender su importancia son necesarias dos cosas. Debemos situar la crisis bancaria en su contexto político y geopolítico amplio. Y, al mismo tiempo, tenemos que adentrarnos en su funcionamiento interno. Debemos hacer lo que la Asamblea General de la ONU no pudo hacer en septiembre de 2008. Tenemos que abordar los aspectos económicos del sistema financiero. Es por fuerza una tarea técnica y a veces quizá algo árida. En gran parte del material del que se ocupará este libro hay un frío distanciamiento. Se trata de una elección. La descripción del funcionamiento interno de la mentalidad de Davos no es la única forma de comprender cómo actuaron el poder y el dinero durante la crisis. Se puede intentar reconstruir su lógica a partir de las huellas que dejaron en aquellos a los que afectaron o a través de la cultura de mercado conformista y contradictoria que forjaron.[13] Sin embargo, el complemento necesario de estas transformaciones más tangibles es el tipo de explicación que se ofrece aquí, que intenta mostrar cómo se entendía que funcionaba, y no funcionaba, la circulación del poder y del dinero desde dentro. Y merece la pena pagar un precio por abrir esta particular caja negra, porque, como se mostrará en este libro, la idea simple, la idea que tanto prevalecía en 2008 de que se trataba básicamente de una crisis estadounidense o incluso de una crisis anglosajona y, como tal, de un momento clave del declive del poder unipolar de Estados Unidos, es en realidad profundamente engañosa.

La idea de que se trataba de una «crisis exclusivamente estadounidense», adoptada con entusiasmo por todas las partes, tanto por los estadounidenses como por analistas de todo el mundo, oculta la realidad de que existía un profunda interconexión.[14] También desvía las críticas y la ira justificada. En realidad, la crisis no fue meramente estadounidense, sino mundial y, sobre todo, tuvo su génesis en Estados Unidos. Y de un modo polémico y problemático tuvo el efecto de volver a centrar la economía financiera mundial en Estados Unidos como el único Estado capaz de afrontar el desafío que planteaba.[15] Esa capacidad es un efecto de su estructura: Estados Unidos es el único Estado con la capacidad de emitir dólares. Es también una cuestión de acciones, de decisiones políticas: positivas en el caso de Estados Unidos y desastrosamente negativas en el de Europa. Esclarecer el alcance de esta interdependencia y la dependencia última del sistema financiero mundial del dólar es importante no solo para entender bien la historia. También es relevante porque arroja nueva luz sobre la peligrosa situación creada por la declaración de independencia de un mundo interconectado y multipolar realizada por la administración Trump.

I

Era tentador considerar que la crisis de 2008 fue básicamente estadounidense porque es en este país donde comenzó. También complacía a muchas personas en todo el mundo imaginar que la hiperpotencia estaba recibiendo su merecido. El hecho de que la City de Londres también estuviera sufriendo una implosión se sumaba al deleite del momento. A los europeos les convenía trasladar la responsabilidad al otro lado del Canal y, después, al otro lado del Atlántico. En realidad, se trataba de un guion elaborado con antelación. Como veremos en la primera parte de este libro, economistas de dentro y fuera de Estados Unidos críticos con la presidencia de Bush, incluidos muchos de los principales macroeconomistas de nuestra época, ya habían elaborado un guion del desastre. Giraba en torno al doble déficit de Estados Unidos, el presupuestario y el comercial, y sus consecuencias para la dependencia de Estados Unidos de los préstamos del exterior. Las deudas contraídas por la administración Bush eran la bomba que se esperaba que estallara. Y la idea de que la crisis de 2008 era una crisis característicamente anglo-estadounidense obtuvo una dudosa

confirmación dieciocho meses más tarde, cuando Europa sufrió su propia crisis, que parecía seguir un guion bastante diferente, centrado en la política y la constitución de la zona euro. Así pues, el relato histórico parecía convenir en que a una crisis estadounidense le siguió una crisis europea, cada una con su propia lógica económica y política diferenciadas.

El argumento de este libro es que analizar la crisis de 2008 y sus consecuencias principalmente desde la perspectiva del impacto que tuvo en Estados Unidos supone malinterpretar y subestimar su trascendencia económica y política. La zona cero fue el mercado inmobiliario estadounidense, sin duda. Millones de hogares estadounidenses fueron los primeros y más gravemente afectados, pero este desastre no era la crisis que se había anticipado ampliamente antes de 2008, es decir, una crisis de las finanzas públicas estadounidenses. El riesgo de un colapso sino-estadounidense, que tantos habían temido, se había controlado. Al contrario, fue una crisis financiera desencadenada por el mercado inmobiliario estadounidense que acabó amenazando la economía mundial. La crisis se extendió más allá de Estados Unidos y afectó a los sistemas financieros de algunas de las economías más avanzadas del mundo: la City de Londres, el este de Asia, el este de Europa y Rusia. Y continuó haciéndolo. Contrariamente al discurso popular a ambos lados del Atlántico, la crisis de la zona euro no es un acontecimiento separado y distinto, sino que deriva directamente de la crisis de 2008. La reformulación de la crisis como una crisis de la zona euro y centrada en la política de deuda pública fue en sí misma un acto político. En los años posteriores a 2010, se convertiría en objeto de algo parecido a una guerra cultural transatlántica en materia de política económica, un campo de minas que cualquier historia de la época debe recorrer con cuidado.

Si bien el primer reto de este libro es examinar este malentendido, describir la crisis financiera mundial fuera de su centro en Estados Unidos y mostrar la continuidad entre 2008 y 2012, el segundo es explicar cómo los Estados reaccionaron y cómo no ante el caos. El impacto de la crisis fue desigual, pero tuvo un alcance mundial y, a juzgar por el vigor de las reacciones, los mercados emergentes confirmaron de manera espectacular la realidad de la multipolaridad. Las crisis de los mercados emergentes en los años noventa —México (1995); Corea, Tailandia, Indonesia (1997); Rusia (1998), y Argentina (2001)— habían enseñado con qué facilidad se podía perder la soberanía estatal y se había aprendido la lección. En 2008, tras una

década acumulando reservas, ninguna de las víctimas de los años noventa se vio obligada a recurrir al Fondo Monetario Internacional. La respuesta de China a la crisis financiera que importó de Occidente fue de proporciones históricas mundiales y aceleró drásticamente el cambio en el equilibrio mundial de la actividad económica hacia el este de Asia.

Se podría sentir la tentación de concluir que la crisis de la globalización había traído consigo una reafirmación del papel esencial del Estado nación y la aparición de un nuevo tipo de capitalismo de Estado. Es un argumento que cobraría aún más fuerza en los años siguientes, cuando se afianzó una reacción política en contra.[16] Pero si observamos atentamente no la periferia, sino el centro de la crisis de 2008, es evidente que este diagnóstico es parcial en el mejor de los casos. Entre los mercados emergentes, los dos que más dificultades tuvieron con la crisis de 2008 fueron Rusia y Corea del Sur. Lo que tenían en común, además del auge de las exportaciones, era una profunda integración financiera en Europa y Estados Unidos. Esa sería la clave. Lo que experimentaron no fue solo un desplome de las exportaciones, sino una «parada súbita» de la financiación de sus sectores bancarios.[17] Como consecuencia, países con superávits comerciales y enormes reservas de divisas, supuestamente los elementos esenciales de la autonomía económica nacional, sufrieron graves crisis monetarias. De una manera mucho más espectacular, esa fue también la historia en el Atlántico Norte entre Europa y Estados Unidos. Oculto bajo la superficie y apenas discutido en público, lo que amenazaba la estabilidad de la economía del Atlántico Norte en el otoño de 2008 era el enorme déficit de financiación en dólares para los sobredimensionados bancos europeos. Y en su caso, el déficit no significaba decenas o incluso centenares de miles de millones, sino billones de dólares. Era lo opuesto a la crisis que se había pronosticado. No se trataba de que hubiera un exceso de dólares, sino un grave déficit. El dólar no se hundió, se apreció.

Para comprender las dinámicas de esta tormenta no prevista, debemos superar el típico marco cognitivo de la macroeconomía que heredamos de principios del siglo XX. Formulada a raíz de la primera y la segunda guerra mundial, la perspectiva macroeconómica de la economía internacional se articula en torno a los Estados nación, los sistemas productivos nacionales y los desequilibrios comerciales que generan.[18] Es una visión de la economía que siempre se identificará con John Maynard Keynes. Como cabía prever, el inicio de la crisis en 2008 revivió recuerdos de los años treinta y llevó a

abogar por un retorno de «el Maestro».[19] Y, de hecho, la economía keynesiana es indispensable para comprender las dinámicas del desplome del consumo y de la inversión, el aumento del desempleo y las opciones en materia de política monetaria y fiscal posteriores a 2009.[20] Pero cuando se trata de analizar el inicio de las crisis financieras en una época de profunda globalización, el enfoque macroeconómico tradicional tiene sus limitaciones. En los debates sobre el comercio internacional ahora se admite ampliamente que lo importante ya no son las economías nacionales. Lo que impulsa el comercio mundial no son las relaciones entre las economías nacionales, sino las empresas multinacionales que coordinan amplias «cadenas de valor».[21] Lo mismo sucede con el sistema monetario global. Para comprender las tensiones en el seno del sistema financiero que estalló en 2008 tenemos que ir más allá de la macroeconomía keynesiana y de sus agregados nacionales. Como ha señalado Hyun Song Shin, el economista jefe del Banco de Pagos Internacionales, y uno de los principales pensadores de la nueva rama de las «macrofinanzas», necesitamos analizar la economía mundial no desde la óptica de un «modelo de islas» de interacciones económicas internacionales (economía nacional a economía nacional), sino a través de la «matriz interconectada» de los balances corporativos, entidad a entidad.[22] Como demostrarían la crisis financiera mundial de 2007-2009 y la crisis en la zona euro después de 2010, los déficits públicos y los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente no son buenos indicadores para predecir la fuerza y la velocidad con la que pueden golpear las crisis financieras modernas.[23] Esto solo se puede entender si nos centramos en los sorprendentes ajustes que pueden producirse dentro de esa matriz interconectada de cuentas financieras. Pese a todas las presiones que los clásicos «desequilibrios macroeconómicos» en los presupuestos y en el comercio pueden ejercer, un pánico bancario mundial moderno mueve mucho más dinero de forma mucho más abrupta.[24]

Lo que los europeos, los estadounidenses, los rusos y los surcoreanos experimentaron en 2008 y los europeos volverían a sufrir después de 2010 fue una implosión del crédito interbancario. Mientras el sector financiero fuera ligeramente proporcionado, las grandes reservas de divisas nacionales podían servir. Eso fue lo que salvó a Rusia. Pero Corea del Sur tuvo dificultades y, en Europa, no solo no existían reservas, sino que las dimensiones de los bancos y su negocio denominado en dólares hicieron

que cualquier tentativa de autoestabilización autárquica fuera impensable. Ninguno de los principales bancos centrales había evaluado el riesgo con antelación. No previeron que las finanzas globalizadas podrían estar interconectadas con el *boom* hipotecario estadounidense. La Fed y el Tesoro calcularon mal el alcance de las consecuencias de la quiebra de Lehman el 15 de septiembre. Nunca antes, ni siquiera en los años treinta, un sistema tan grande e interconectado había estado tan cerca de sufrir una implosión total. Pero una vez que se puso de manifiesto la magnitud del riesgo, las autoridades estadounidenses actuaron. Como veremos en la segunda parte, los europeos y los estadounidenses no solo rescataron a sus bancos en dificultades a escala nacional. La Reserva Federal de Estados Unidos introdujo una innovación realmente espectacular. Se erigieron en proveedores de liquidez en última instancia al sistema bancario mundial. Proporcionaron dólares a todos los interesados en Nueva York, ya fueran bancos estadounidenses o no. A través de las llamadas líneas *swap* de liquidez,* la Fed autorizó a un grupo escogido de bancos centrales importantes para que concedieran créditos en dólares según las demandas del mercado. En un enorme despliegue de actividad transatlántica, con el Banco Central Europeo (BCE) en cabeza, inyectaron billones de dólares al sistema bancario europeo.

Esta respuesta fue sorprendente no solo por su alcance, sino también porque contradecía el discurso convencional de la historia de la economía desde los años setenta. En los decenios anteriores a la crisis había predominado la idea de la preeminecia del mercado y la reducción del intervencionismo estatal.[25] Naturalmente, el gobierno y la regulación continuaron, pero se delegaron en organismos «independientes», simbólicamente en los «bancos centrales», cuya función era garantizar la disciplina, la estabilidad y la seguridad. Las políticas y las medidas discrecionales eran los enemigos de la buena gobernanza. El equilibrio de poder fue incorporado a la normalidad del nuevo régimen de globalización deflacionaria, al que Ben Bernanke denominaba eufemísticamente «la gran moderación».[26] La pregunta que planeaba sobre la gestión del «neoliberalismo» era si se aplicaban las mismas reglas a todos o si en realidad existían reglas para unos y discrecionalidad para otros.[27] Los acontecimientos de 2008 confirmaron sustancialmente la sospecha suscitada por las intervenciones selectivas de Estados Unidos en las crisis de los mercados emergentes de los años noventa y tras la crisis de las puntocom de

principios de los 2000. En realidad, el régimen de moderación y disciplina del neoliberalismo funcionaba con una salvedad. Ante una grave crisis financiera que amenazaba intereses «sistémicos», se descubrió que vivíamos en una época de gobiernos grandes, no limitados, de medidas ejecutivas a gran escala, de intervencionismo que tenía más en común con las operaciones militares o la medicina de urgencias que con la gobernanza sujeta a la ley. Esto puso de manifiesto una verdad esencial, pero desconcertante, cuya negación había determinado todo el desarrollo de la política económica desde los años setenta. Las bases del sistema monetario moderno son irreductiblemente políticas.

Sin duda, en todos los productos básicos hay política, pero el dinero, el crédito y la estructura de las finanzas en torno a ellos están conformados por el poder político, las convenciones sociales y la ley de un modo que no lo están las zapatillas deportivas, los teléfonos inteligentes y los barriles de petróleo. En la cúspide de la pirámide monetaria moderna se encuentra el dinero fiduciario.[28] Creado y sancionado por los Estados, su único «respaldo» es su curso legal. Este hecho sorprendente se volvió literalmente cierto por primera vez en 1971-1973, con el derrumbe del sistema de Bretton Woods. En virtud del acuerdo de Bretton Woods de 1944, el dólar, en tanto que ancla del sistema monetario mundial, estaba vinculado al oro. Obviamente, no era más que una convención. Cuando a Estados Unidos le resultó demasiado difícil mantenerlo (para ello habría sido necesaria una deflación), el presidente Nixon lo abandonó el 15 de agosto de 1971. Fue un hito histórico. Por primera vez desde la aparición del dinero, ninguna moneda del mundo tenía un patrón metálico. En potencia, flexibilizaba la política monetaria, regulando la creación de dinero y el crédito como nunca antes. Pero ¿cuánta libertad tendrían los responsables de formular políticas después de desprenderse de los «grilletes de oro»? Las fuerzas sociales y económicas que habían hecho que la vinculación al oro fuera insostenible incluso para Estados Unidos eran poderosas: dentro del país, la pugna por la distribución de la renta en una sociedad cada vez más opulenta; en el extranjero, la liberalización de las transacciones *offshore* en dólares en Londres en los años sesenta. Cuando esas fuerzas se desataron en los años setenta sin un ancla monetaria, el resultado fue disparar la inflación hacia el 20% en las economías avanzadas, algo sin precedentes en tiempos de paz. Pero en lugar de retirar la liberalización, a principios de los años ochenta se levantaron las restricciones a los flujos mundiales de capital. Fue

precisamente para aplacar las fuerzas de la indisciplina desatadas por el fin de la moneda metálica que se introdujo la revolución del mercado y la nueva «lógica de la disciplina» neoliberal.[29] A mediados de los años ochenta, la impresionante campaña del presidente de la Fed, Paul Volcker, para subir los tipos de interés había frenado la inflación. Los únicos precios que aumentaron en la época de la gran moderación fueron los de las acciones y los bienes inmuebles. Cuando esta burbuja estalló en 2008, cuando el mundo se enfrentó no a la inflación sino a la deflación, los principales bancos centrales se liberaron de sus autoimpuestos grilletes. Harían cuanto fuera necesario para evitar un desplome del crédito. Harían todo lo posible para mantener a flote el sistema financiero. Y como el sistema bancario moderno es tanto global como basado en el dólar, eso significaba una acción transnacional sin precedentes del Estado estadounidense.

La aportación de liquidez de la Fed fue espectacular y tuvo una trascendencia histórica y duradera. Los expertos suelen coincidir en que las líneas *swap* mediante las que la Fed inyectó dólares en la economía mundial fueron una de las innovaciones decisivas de la crisis.[30] Pero en el discurso público estas medidas han pasado muy inadvertidas. Se han visto desplazadas del debate por las controversias en torno a los rescates de bancos concretos y las posteriores oleadas de intervenciones de los bancos centrales que recibieron el nombre de expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés). Por ejemplo, en las memorias de Ben Bernanke, las medidas de liquidez entre Estados Unidos y Europa de 2008 solo se mencionan de pasada en comparación con la tensa política de la adquisición de AIG o el alivio del crédito hipotecario.[31]

Las complejidades técnicas y administrativas de las medidas adoptadas por la Fed contribuyeron sin duda a su opacidad. Pero la política fue más allá. Los rescates bancarios de 2008 suscitaron recriminaciones continuas y amargas, y con razón. Se utilizaron centenares de miles de millones de fondos de los contribuyentes para rescatar bancos codiciosos. Algunas intervenciones reportaron beneficios y otras, no. Muchas de las decisiones tomadas durante los rescates fueron muy polémicas. En Estados Unidos, exacerbaron las profundas divisiones en el seno del Partido Republicano, lo que tendría consecuencias dramáticas ocho años más tarde. Sin embargo, el problema trasciende las decisiones individuales y los programas de los partidos políticos y afecta a la manera en que pensamos y hablamos de la

estructura de la economía moderna. En realidad, se remonta al programa analítico para reinventar la economía internacional impuesto por la crisis y formulado por los partidarios del enfoque macrofinanciero. En el conocido modelo de islas de las interacciones económicas internacionales del siglo XX, las unidades básicas eran las economías nacionales que comerciaban entre sí, presentaban superávits y déficits comerciales y acumulaban activos y pasivos nacionales. Los economistas dieron a conocer estas entidades y las convirtieron en una realidad empírica y cotidiana con las estadísticas sobre el desempleo, la inflación y el PIB. Y en torno a ellas se desarrolló toda una concepción de la política nacional.[32] Una buena política económica era aquella que era beneficiosa para el crecimiento del PIB. Las cuestiones relacionadas con la distribución (la política del «¿quién, para quién?») se podían valorar en relación con el interés general en «aumentar el tamaño del pastel». En cambio, la nueva economía macrofinanciera, con su constante foco en la «matriz interconectada» de los balances de las empresas, prescinde de todos los eufemismos reconfortantes. Los agregados económicos nacionales se sustituyen por una atención especial a los balances de las empresas y la verdadera acción está en el sistema financiero. Es muy revelador. Atribuye a la política económica un mayor control. Pero pone de relieve algo que es muy difícil de digerir desde el punto de vista político. En realidad, el sistema financiero no se compone de «flujos monetarios nacionales». Tampoco consiste en una masa de empresas pequeñas, anónimas y microscópicas: el ideal de la «competencia perfecta» y el equivalente económico al ciudadano individual. La inmensa mayoría de la generación de crédito privado se debe a una oligarquía empresarial muy cerrada: las celdas clave de la matriz interconectada de Shin. A escala mundial, son importantes veinte o treinta bancos. Si se tienen en cuenta los bancos con relevancia a escala nacional, la cifra mundial asciende a quizá un centenar de grandes entidades financieras. Las técnicas para identificar y supervisar a las llamadas entidades financieras sistémicas (SIFI, por sus siglas en inglés), conocidas como supervisión macroprudencial, figuran entre las principales innovaciones gubernamentales de la crisis y sus secuelas. Estos bancos y las personas que los dirigen son también los protagonistas del drama de este libro.

La cruda verdad sobre la «histórica» política de inyección global de liquidez de Ben Bernanke era que implicaba entregar billones de dólares en préstamos a esa camarilla de bancos, a sus accionistas y a sus directivos con

remuneraciones escandalosas. Como veremos, podemos desglosar con exactitud qué obtuvo cada uno. Para agravar aún más el bochorno, aunque la Fed es un banco central nacional, al menos la mitad de su aporte de liquidez fue a parar a bancos cuya sede no estaba en Estados Unidos, sino en Europa en la inmensa mayoría de los casos. Si desde el punto de vista intelectual la crisis fue una crisis de la macroeconomía, y en la práctica fue una crisis de los instrumentos convencionales de la política monetaria, también fue una profunda crisis de la política moderna. Por muy inéditas y eficaces que puedan haber sido las medidas de la Fed, sus consecuencias prácticas apenas eran justificables incluso para aquellos políticos cuyo apoyo a la globalización era inquebrantable. No es un secreto que vivimos en un mundo dominado por oligopolios empresariales, pero durante la crisis y sus secuelas esta realidad y sus implicaciones para las prioridades de gobierno se revelaron abiertamente. Es una verdad difícil de digerir y explosiva con la que se han atragantado las políticas democráticas a ambos lados del Atlántico.

II

No debería sorprender, en vista de lo ya dicho, que los europeos estuvieran más que dispuestos a olvidar la implicación de sus bancos globales en la crisis transatlántica. En 2008, los británicos tenían que digerir su propia catástrofe nacional. En la zona euro, con Francia y Alemania a la cabeza, la crisis financiera de 2008 ha desaparecido en un agujero de la memoria, cerrada en falso por la «crisis de deuda soberana» de 2010 y posterior.[33] No hay ningún interés en reconocer la dependencia de la Reserva Federal estadounidense y el sentido de la obligación o la deferencia son escasos. También en este sentido, los estadounidenses han perdido su autoridad. Los europeos desestimaron con demasiada facilidad la lucha estadounidense contra la crisis en 2008-2009 como otro ejemplo más del tipo de improvisación e indisciplina que había sumido al mundo en problemas en primer lugar. Se convirtió en la primera fase de una guerra cultural transatlántica sobre la política económica que culminó en el agrio debate sobre la crisis de la zona euro, que ocupa un lugar central en la tercera parte de este libro.

En vista de que, en esencia, las crisis estuvieron interrelacionadas y que el alcance y la rapidez de la primera fueron mucho mayores, el contraste

entre la contención relativamente eficaz del colapso mundial en 2008, descrito en la segunda parte, y la escalada del desastre en la zona euro, relatado en la tercera parte, es decepcionante. Los europeos construyeron en torno a la deuda griega su propia crisis con su propio relato. En el centro estaba la política de la deuda soberana. Pero, como admitirán ahora públicamente altos funcionarios económicos de la UE, no tenía ninguna base en la economía.[34] La sostenibilidad de la deuda pública puede ser un problema a largo plazo. Grecia era insolvente. Pero el déficit público excesivo no fue el denominador común de la crisis más general de la zona euro. El denominador común fue la peligrosa fragilidad de un sistema financiero sobreapalancado, que dependía en exceso de la financiación basada en el mercado a corto plazo. La crisis de la zona euro fue una enorme réplica del terremoto que sacudió el sistema financiero estadounidense en 2008, de la que intentó salir con retraso a través del laberíntico marco político de la UE.[35] Como ha señalado un destacado experto estrechamente vinculado a los programas de rescate de la UE: «Si hubiéramos puesto a los bancos bajo una supervisión central por aquel entonces [en 2008], habríamos resuelto de golpe el problema».[36] En su lugar, la crisis de la zona euro se expandió a un ciclo fatal de crédito público y privado, y a una crisis del proyecto europeo como tal.

¿Cómo se explica la extraña transformación de una crisis de prestamistas en 2008 en una crisis de prestatarios después de 2010? Es difícil no sospechar de un juego de manos. Mientras los contribuyentes europeos lo pasaban muy mal, los bancos y otras entidades de crédito se financiaban con dinero inyectado en los países rescatados. Es fácil concluir que la lógica oculta de la crisis de la zona euro después de 2010 fue una repetición de los rescates bancarios de 2008, pero esta vez encubiertos. Para un crítico mordaz, fue el mayor «gato por liebre» de la historia.[37] Sin embargo, el interrogante es que, si esto fue así, si lo que sucedió en la zona euro fue una velada repetición de 2008, entonces al menos habría cabido esperar ver unos resultados similares a los estadounidenses. Como sus protagonistas sabían muy bien, la lucha estadounidense contra la crisis presentó una enorme desigualdad.[38] Las personas que recibían ayudas sociales sobrevivían a duras penas mientras los banqueros disfrutaban de sus muy confortables vidas. Sin embargo, aunque la distribución de los costes y los beneficios fue escandalosa, al menos la gestión estadounidense de la crisis funcionó. Desde 2009, la economía estadounidense ha crecido

de manera ininterrumpida y, al menos según los parámetros establecidos por las estadísticas oficiales, ahora se está acercando al pleno empleo. En cambio, la zona euro, con decisiones políticas premeditadas, sumió a decenas de miles de ciudadanos en una depresión similar a la de los años treinta. Fue uno de los peores desastres económicos autoinfligidos que se recuerdan. El hecho de que convirtieran a la pequeña Grecia, con una economía que supone el 1-1,5 % del PIB de la UE, en el eje de este desastre convierte la historia europea en una amarga caricatura.

Es un espectáculo que debería suscitar indignación. Millones de personas han sufrido sin motivo. Pero, pese a toda nuestra indignación, deberíamos valorarlo en su justa medida. Las palabras cruciales son «sin motivo».[39] En la respuesta a la crisis financiera de 2008-2009 operaba una lógica. Es cierto que se trataba de una lógica de clases, «proteger primero a Wall Street y preocuparse después por Main Street», pero al menos tenía una razón de ser y funcionó a gran escala. Atribuir esa misma lógica a la gestión de la zona euro equivale a reconocer demasiado mérito a los líderes europeos. La historia que aquí se cuenta no es la de un truco político con éxito, con el que las élites de la UE ocultaron con esmero sus intentos de proteger los intereses del gran capital europeo. Es la de un descarrilamiento, un caos de visiones opuestas, un desalentador drama de oportunidades perdidas, de fracasos de liderazgo y de fracaso de la acción colectiva. Aunque hubo algunos grupos que se beneficiaron (unos pocos tenedores de bonos que cobraron; un banco que se libró de una dolorosa reestructuración), fue a pequeña escala, algo totalmente desproporcionado en comparación con los enormes costes ocasionados. Esto no significa que los protagonistas del drama, Alemania, Francia y el FMI, no siguieran una lógica. Sin embargo, tuvieron que actuar juntos y el resultado colectivo fue un desastre. Causaron perjuicios sociales y políticos de los que puede que el proyecto europeo no se recupere nunca. Pero, en medio de la indignación que debe provocar este desastre, somos propensos a olvidar otra de sus consecuencias a largo plazo. La chapucera gestión de la crisis en la zona euro que sobrevino después de la crisis financiera transatlántica de 2008-2009 no solo fue perjudicial para millones de ciudadanos europeos. También tuvo consecuencias dramáticas para las empresas europeas, de las que esas mismas personas dependen inevitablemente para sus puestos de trabajo y sus salarios.

Las empresas, lejos de beneficiarse de la gestión de la crisis que hizo la UE, fueron una de sus víctimas, sobre todo los bancos europeos. Desde 2008 no se trata solo del ascenso de Asia, que está desplazando la jerarquía empresarial mundial, sino del declive de Europa.[40] Puede que esto les suene extraño a los europeos acostumbrados a escuchar alardear del superávit comercial alemán. Pero como señalan los economistas alemanes más perspicaces, estos superávits se deben tanto a la limitación de las importaciones como al rotundo éxito de las exportaciones.[41] El inexorable descenso de la Europa empresarial en el ranking mundial es evidente para todos. Aunque podamos desear lo contrario, la economía mundial no está dirigida por medianas empresas «Mittelstand», sino por unos cuantos miles de corporaciones gigantescas con participaciones interrelacionadas controladas por un reducido grupo de gestores de activos. En ese campo de batalla de la competencia empresarial, las crisis de 2008-2013 depararon a la capital europea una derrota histórica. Sin duda, son muchos los factores que contribuyen a ello, pero uno fundamental es la situación de la propia economía europea. Las exportaciones son importantes, pero, como demuestran China y también Estados Unidos, nada puede sustituir a un mercado interno rentable. Si aceptamos la cínica opinión de que la misión básica de la zona euro no era servir a sus ciudadanos, sino ofrecer al capital europeo un espacio para la acumulación interna rentable, entonces la conclusión es insoslayable. Entre 2010 y 2013 fracasó espectacularmente. Y no como consecuencia, principalmente, de la inexistencia de instituciones en la zona euro, sino debido a las decisiones tomadas por dirigentes empresariales, banqueros centrales dogmáticos y políticos conservadores.

Obviamente, es posible que no nos guste un mundo organizado de esta manera. Puede que a los europeos les reconforte el espectáculo de la Comisión Europea como un paladín de los consumidores que desafía a monopolios mundiales como Google y se enfrenta a la evasión fiscal de Apple.[42] Pero las multas impuestas a Silicon Valley son una parte ínfima de la enorme cantidad de efectivo de dichas empresas. Aquel momento de 2016 en que el mundo financiero esperaba conteniendo la respiración conocer la cuantía de la multa que el Departamento de Justicia de Estados Unidos iba a imponer al Deutsche Bank por fraude hipotecario sugiere una visión bastante diferente del equilibrio de poder. Se consideraba que la situación financiera del Deutsche era tan precaria, que las autoridades estadounidenses tenían su destino en sus manos.[43] Un banco que durante

más de un siglo había sido un motor de Germany Inc. estaba a merced de Estados Unidos. Tras la crisis, fue el último banco de inversiones europeo con cierta posición mundial.

Tal vez los europeos deseen desvincularse de la batalla mundial por el dominio comporativo. Puede que incluso esperen poder lograr un mayor grado de libertad para la política democrática. Sin embargo, el riesgo es que su dependencia cada vez mayor de la tecnología de otros, el relativo estancamiento de la zona euro y la consiguiente dependencia del modelo de crecimiento europeo de las exportaciones a los mercados de otros vuelvan esas pretensiones de autonomía bastante vacías. Europa se arriesga a convertirse en objeto del corporativismo capitalista de otros, en lugar de ser un actor autónomo. De hecho, en lo que respecta a las finanzas internacionales, la suerte ya está echada. Tras la doble crisis, Europa está fuera de la carrera. El futuro se decidirá entre los supervivientes de la crisis en Estados Unidos y los recién llegados de Asia.[44] Puede que elijan establecerse en la City de Londres, pero después del *brexit* ni siquiera eso se puede dar por supuesto. Puede que Wall Street, Hong Kong y Shanghái sencillamente eludan Europa.

Si se tratara únicamente de un drama sobre las heridas que Europa se infligió a sí misma, ya sería bastante grave, pero escribir la historia de la crisis de la zona euro como la de una crisis meramente europea sería tan engañoso como considerar que la crisis de 2008 fue exclusivamente estadounidense. En realidad, la crisis de la zona euro se extendió, y repetidas veces. Al menos tres veces, en la primavera de 2010, en el otoño de 2011 y de nuevo en el verano de 2012, la zona euro estuvo al borde de una ruptura desordenada y existió la cara posibilidad de que la crisis de deuda soberana absorbiera billones de dólares de deuda pública. La idea de que Alemania o cualquier otro país serían inmunes era absurda. La inversión resultante de los frentes fue espectacular. En 2008, los mundanos europeos habían instado a la desconectada administración Bush a que reconociera la realidad del globalismo. Dieciocho meses más tarde, los «liberales»[*] centristas de la administración Obama exigían a la zona euro que estabilizara su sistema financiero ante la obstinada y desconsiderada oposición de los conservadores de Berlín y Fráncfort. Ya en abril de 2010, a juicio del resto del G20 y otros, la crisis de la zona euro era demasiado peligrosa y los europeos demasiado incompetentes como para dejar que resolvieran ellos sus propios asuntos. Para impedir que Grecia se convirtiera

en «otro Lehman», los estadounidenses movilizaron al FMI, la creación por antonomasia del globalismo de mediados del siglo XX, para que rescatara a la Europa del siglo XXI. Ese rescate, en mayo de 2010, evitó una nueva escalada, pero sumió a Europa, el FMI y Estados Unidos como cómplices en una pesadilla de la que todavía no habían logrado salir siete años más tarde. Tampoco contuvo el pánico en los mercados de renta fija. En el verano de 2012, la posibilidad de que se produjera una grave crisis de la deuda soberana europea amenazaba a la economía estadounidense y del resto del mundo. Hasta julio de 2012, tras las insistentes exhortaciones de Washington y del resto del G20, Europa no se estabilizó y lo hizo mediante lo que se entendió en general como una tardía «americanización» del BCE.[45]

III

Si detuviéramos el reloj en el otoño de 2012, la diferencia con el panorama en Nueva York cuatro años antes habría sido extraordinaria. Pese a un comienzo poco prometedor, habría sido injusto negar que el liberalismo corporativo estadounidense, representado por la administración Obama, había prevalecido una vez más. De hecho, incluso en la actualidad, nuestra impresión de que la crisis financiera tuvo un final, de que en cierto momento en un pasado no tan lejano se restableció algo parecido a la normalidad, depende de que volvamos la vista atrás, al otoño de 2012. Para entonces, la grave amenaza de una crisis global se había disipado. Y una señal de que se había restablecido la normalidad era el hecho de que Estados Unidos no hubiera sido destronado. La reelección de Obama en noviembre de 2012 fue determinante. Se había detenido en seco la tendencia Palin. En el plano internacional, los mercados emergentes estaban en auge, favorecidos por una generosa aportación de dólares de la Fed. La UE se hallaba en un proceso de recuperación. Aunque en 2008 Obama puso distancia con los años de Bush y Cheney adoptando un tono de modestia y cautela, en 2012 retomó el discurso clásico del excepcionalismo. Estados Unidos era «indispensable». La frase acuñada en la época de Clinton cobró un nuevo impulso.[46] Hubo un resurgimiento de una concepción global de la política exterior. La nueva frontera eran los tratados «comerciales», el TTIP y el TPP, en realidad gigantescos proyectos de integración comercial, financiera, técnica y jurídica con intencionalidad geopolítica. El hecho de

que el primer mandato de Obama hubiera sido decepcionante se podía imputar a la oposición conservadora. Era deprimente, pero predecible. La modernidad y el capitalismo mundial que le confirieron gran parte de su dinamismo marcan el paso de un modo exigente; las reticencias de los conservadores eran previsibles. Pero al final la historia avanza. Incluso en Europa, al final prevaleció el gerencialismo pragmático sobre el dogma conservador.

Si queremos comprender históricamente los últimos diez años, tenemos que tomarnos en serio este momento de renovada complacencia. Dados los acontecimientos posteriores, nuestra visión retrospectiva se ve fácilmente nublada por una combinación de ira, indignación y miedo, pero en aquel momento la sensación de que se había recuperado la confianza era bastante real y dejó un legado intelectual. Fue el momento en el que se empezaron a escribir los primeros ensayos sobre la crisis. Los más optimistas insistían en que *The System Worked* («El sistema funcionó»).[47] Otro afirmaba que 2008 había resultado ser *The Status Quo Crisis* («La crisis del *statu quo*»).[48] La versión más pesimista sostenía que vivíamos en un *Hall of Mirrors* («Galería de los espejos»).[49] Debido precisamente a que la crisis se contuvo tan pronto y tan eficazmente, generó una falsa impresión de estabilidad. Esto, a su vez, consumió las energías necesarias para llevar a cabo reformas fundamentales. Y eso significaba que existía un grave riesgo de repetición. Pero la repetición no es lo mismo que la continuación o la ampliación. Lo que todos estos discursos daban por sentado, tanto las versiones más y menos pesimistas, era que la crisis de 2008-2012 había terminado. Esa fue también la base de la que partió este libro. La intención era que fuera una retrospectiva para su aniversario de una crisis que ya había concluido. Las tareas que parecían urgentes en 2013 eran explicar la historia interrelacionada entre Wall Street y la crisis de la eurozona, hacer justicia al carácter transnacional de la crisis (sus efectos en el este y el oeste de Europa y Asia), resaltar el indispensable papel de Estados Unidos a la hora de fijar la respuesta a la crisis y los novedosos instrumentos que había utilizado la Fed, describir la lenta, penosa e inadecuada respuesta europea y arrojar luz sobre un período intenso pero poco valorado de la diplomacia financiera transatlántica. Todavía merece la pena hacerlo. Pero ahora ha adquirido un significado nuevo y más ominoso. Porque solo si abordamos el funcionamiento interno del sistema financiero basado en el dólar y su fragilidad podemos comprender los riesgos que acechan en 2017. El hecho

de que la presidencia de Trump marque el nadir de la autoridad política de Estados Unidos es aún más preocupante en vista de la profunda dependencia funcional de Estados Unidos revelada no solo en 2008, sino también por la crisis de la zona euro.

Lo que debemos tener presente ahora es que, contrariamente a lo que se suponía en 2012-2013, en realidad la crisis no había terminado. A lo que nos enfrentamos no es a una repetición, sino a una mutación y una metástasis. Como se describirá en la cuarta parte de este libro, la crisis financiera y económica de 2007-2012 se transformó entre 2013 y 2017 en una crisis política y geopolítica mundial del orden posterior a la guerra fría. Y no se deben eludir las evidentes implicaciones políticas. Puede que el conservadurismo fuera desastroso como doctrina para luchar contra la crisis, pero los acontecimientos ocurridos desde 2012 sugieren que el triunfo de los postulados socialdemócratas también era falso.[50] Como ha puesto de manifiesto tan claramente la extraordinaria intensificación del debate sobre la desigualdad en Estados Unidos, los liberales centristas intentan dar respuestas convincentes a los problemas a largo plazo de la democracia capitalista moderna. La crisis agravó las tensiones ya existentes generadas por una desigualdad y una privación de derechos cada vez mayores, y las drásticas medidas adoptadas contra la crisis desde 2008, pese a su eficacia a corto plazo, tienen sus propios efectos secundarios negativos. En esto, los conservadores tenían razón. Mientras tanto, no han desaparecido los desafíos políticos planteados no por la violencia en Oriente Medio ni el atraso «eslavo», sino por el exitoso avance de la globalización. Se han intensificado. Y aunque la «alianza occidental» aún sigue en vigor, está cada vez más descoordinada. En 2014, Japón se encaminó a un enfrentamiento con China. Y la UE, el coloso que «no hace geopolítica», «entró como una sonámbula» en conflicto con Rusia por Ucrania. Entre tanto, tras la chapucera gestión de la crisis de la zona euro, Europa fue testigo de una espectacular movilización tanto de la derecha como de la izquierda. Pero en lugar de ser considerada una expresión de la vitalidad de la democracia europea frente al deplorable fracaso de los gobiernos, por muy desagradable que esta expresión pueda ser en algunos casos, las nuevas políticas del período posterior a la crisis fueron tildadas de «populismo», equiparadas a los años treinta o atribuidas a la maligna influencia de Rusia. Las fuerzas del *statu quo* congregadas en el Eurogrupo se propusieron contener y después neutralizar a los gobiernos de extrema

izquierda elegidos en Grecia y Portugal en 2015. Con el apoyo de las competencias recién ampliadas del BCE, plenamente activado, no dejaron ninguna duda sobre la fortaleza de la zona euro. Más acuciantes eran las cuestiones de los límites de la democracia en la UE y sus desequilibrios. Las brutales tácticas de contención funcionaron con la izquierda, aprovechándose de su moderación, pero no con la derecha, como demostrarían el *brexit*, Polonia y Hungría.

IV

A los historiadores les gusta decir que la lejanía en el tiempo es un tónico. Permite tomar distancia y perspectiva y así poder realizar un análisis con mayor disciplina. Sin embargo, esto depende de a dónde te lleve el tiempo. La escritura de la historia no escapa a la historia que intenta reconstruir. La pregunta más pertinente no es cuánto tiempo debe transcurrir antes de que se pueda escribir la historia, sino qué ha sucedido mientras tanto y qué se espera que ocurra a continuación. Este libro, por ejemplo, habría sido más fácil de escribir y sus conclusiones podrían resultar más claras si se hubiera terminado en una fecha aún más cercana a los acontecimientos que comienza a describir. Puede que sea más fácil escribir un libro como este dentro de diez años, aunque en vista del curso actual de los acontecimientos, tal vez esto sea demasiado optimista. Sin duda, el décimo aniversario de 2008 no es una posición ventajosa cómoda para un historiador de izquierdas cuyas lealtades personales se dividen entre Inglaterra, Alemania, la «isla de Manhattan» y la UE. Obviamente, podría ser peor. El décimo aniversario de 1929 se habría publicado en 1939. No estamos ahí, al menos no todavía, pero indudablemente es un momento más incómodo y desconcertante de lo que habría cabido imaginar antes de que comenzara la crisis.

Entre los muchos síntomas de malestar y crisis que nos han aquejado tras la victoria de Donald Trump figura la extraordinaria y zafia versión de la política posverdad que personifica. No dice la verdad. No razona. No habla de manera coherente. El poder parece haberse desvinculado de los valores fundamentales de la razón, la coherencia lógica y las pruebas fehacientes. ¿Qué ha causado esta degeneración? Cabe mencionar un conjunto de factores. Evidentemente, la desaprensiva demagogia política, la degradación de la cultura popular y el cerrado mundo de la televisión por

cable y las redes sociales son parte del problema, al igual que la personalidad de Trump. Pero atribuir el estado de posverdad actual a Trump y sus correligionarios es sucumbir a un nuevo engaño.[51] Como mostrará este libro, lo que la historia de la crisis demuestra son dificultades profundamente arraigadas y persistentes para abordar «objetivamente» nuestra situación actual. No solo los tildados de populistas tienen un problema con la verdad. Va mucho más allá y es mucho más profundo, y afecta tanto al centro como a los márgenes de la política convencional. No es necesario remontarse a la justificación manifiestamente engañosa e incoherente alegada para ir la guerra contra Irak y su servil cobertura mediática. Fue el actual presidente de la Comisión Europea quien anunció en la primavera de 2011: «Cuando las cosas se ponen serias, tienes que mentir».[52] Se podría decir que, al menos, sabe lo que hace. Si creemos a Jean-Claude Juncker, lo que actualmente exige la gobernanza del capitalismo es simplemente un enfoque posverdad del discurso público.

La pérdida de credibilidad es flagrante y completa. El daño es profundo. Decir que los liberales deben «levantarse, sacudirse el polvo y volver a empezar de nuevo», como dice una canción de la época de la Depresión, que si Estados Unidos ha fallado debemos buscar el liderazgo en el joven presidente de Francia o en la siempre fiable canciller de Alemania, es ingenuo o falso. No hace justicia a la magnitud de los desastres ocurridos desde 2008 o al fracaso de la desequilibrada política que prevalece tanto en Europa como en Estados Unidos a la hora de ofrecer una respuesta adecuada a la crisis. No hace justicia a la magnitud de nuestro estancamiento político: el centro y la derecha han fallado y la izquierda se ha visto masivamente bloqueada y se ha obstruido a sí misma. Tampoco reconoce que algunas pérdidas son irreparables y que a veces la respuesta adecuada no consiste en seguir adelante, sino, más bien, en permanecer durante un tiempo, en examinar las ruinas de nuestras expectativas, en hacer recuento de las identificaciones rotas y las desilusiones. Hay cierta inmovilidad en este esfuerzo de reconstrucción. Pero incluso cuando miramos atrás, podemos contar con que la incansable dinámica del capitalismo mundial nos empujará hacia delante. Ya lo está haciendo. Como veremos en el último capítulo, los próximos desafíos económicos y las próximas crisis ya están aquí, no en Estados Unidos ni en Europa, sino en Asia y los mercados emergentes. Volver la mirada atrás no es un acto de negación. Es simplemente una aportación al necesario esfuerzo colectivo de

aceptar el pasado, de averiguar qué falló. Y hacerlo no sustituye a indagar en el funcionamiento de la maquinaria financiera. Es ahí donde encontraremos tanto el mecanismo que desgarró al mundo como la razón para que esa desintegración sorprendiera tanto.

I
TORMENTA INMINENTE

Capítulo 1
LA «CRISIS EQUIVOCADA»

El 5 de abril de 2006, el joven senador por Illinois Barack Obama hizo una pausa en los debates que se celebraban en el Capitolio sobre el acuerdo nuclear con India para asistir a la presentación de un nuevo proyecto en la Institución Brookings.[1] La Brookings es considerada por muchos como el centro de investigación en ciencias sociales más influyente del mundo. La comparecencia de Obama en Brookings fue una cita que definiría su presidencia.[2] El discurso inaugural que pronunció versaba sobre una nueva iniciativa, el Proyecto Hamilton, lanzada por Robert Rubin, uno de los hombres fuertes del Partido Demócrata. Rubin personificaba el vínculo forjado en los años noventa entre demócratas centristas y banqueros de inversion con una mentalidad global que reconfiguraría el programa de políticas económicas estadounidense. En 1993, Rubin había abandonado su puesto en la cúspide de Wall Street, como vicepresidente de Goldman Sachs, para convertirse en el primer director del Consejo Económico Nacional, que Bill Clinton había creado como contrapartida del Consejo de Seguridad Nacional. Dos años más tarde, Rubin fue nombrado secretario del Tesoro. Presidiendo la reunión de abril de 2006 en Brookings junto a Rubin estaba un joven economista llamado Peter Orszag, también un veterano de la administración Clinton, que llegaría a convertirse en el director de la Oficina de Presupuestos de Obama. Obama reclutó en 2008 a prácticamente todo su equipo económico entre los veteranos del Tesoro de Rubin. Doce meses antes de la crisis financiera, y dos años y medio antes de la investidura de Obama, la puesta en marcha del Proyecto Hamilton muestra a pequeña escala la visión del mundo de algunos de sus asesores más influyentes y revela tanto lo que podían ver como lo que no.

I

Tras haber regresado al mundo corporativo en 1999, a Rubin le preocupaba la deriva de Washington. La globalización había sido el desafío

principal en los años noventa y, en el nuevo milenio, aún lo era más. Sin embargo, tras dos años del segundo mandato del presidente Bush, las políticas de la administración republicana estaban poniendo a Estados Unidos en peligro. En lugar de mitigar las presiones de la competencia mundial, estaban dividiendo a la sociedad estadounidense, lo que amenazaba con provocar una reacción en contra de la globalización, así como una crisis financiera catastrófica, que pondría en entredicho la estabilidad monetaria de Estados Unidos y la fortaleza mundial del dólar.

No es que a Rubin y a su círculo les fuera mal en un mundo globalizado. Después del Tesoro, Rubin se había retirado a una sinecura influyente como presidente no ejecutivo de Citigroup. Orszag, que comenzó su carrera alternando entre el mundo académico, el gobierno y la consultoría, también acabaría con el tiempo en Citigroup. Sin embargo, para el estadounidense promedio la historia era diferente. Había habido buenos momentos. Los clintonianos seguían celebrando los años noventa y el doble *boom* tecnológico y de Wall Street. Pero desde los años setenta los salarios no habían ido a la par con la productividad. Para los partidarios del Proyecto Hamilton era evidente dónde recaía la culpa. Las escuelas estadounidenses no estaban impartiendo a los jóvenes la educación esencial para ir en cabeza. Los primeros informes publicados por el Proyecto Hamilton estaban repletos de propuestas para mejorar la contratación de profesores y hacer un mejor uso de las vacaciones estivales de los niños.[3] Se trataba del tipo de enfoque de la mejora de la productividad práctico, «empírico» y no ideológico que predominaba en el debate sobre políticas económicas en la época. Sin embargo, su propósito era eminentemente político. Como afirmó Obama en su discurso inaugural:

«Cuando se invierte en educación, en atención sanitaria y en prestaciones para los trabajadores estadounidenses, se generan dividendos en todos los niveles de nuestra economía [...] Creo que, si se nos preguntara a muchos de los presentes en esta sala, la mayoría somos firmes partidarios del libre comercio y la mayoría creemos en los mercados. Bob [Rubin] y yo hemos mantenido un continuo debate durante casi un año sobre cómo tratamos a los perdedores en una economía globalizada. En el pasado solíamos decir, vale, hemos conseguido aumentar el pastel y recapacitaremos a quienes necesiten reciclaje. Pero, en realidad, nunca nos hemos tomado esa parte de la ecuación con la seriedad necesaria [...] Recordemos que [...] hay personas en lugares como Decatur, Illinois, o

Galesburg, Illinois, que han visto cómo se eliminaban sus puestos de trabajo. Han perdido el seguro médico. Han perdido la seguridad de una jubilación [...] Creen que esta puede ser la primera generación en la que a sus hijos les vaya peor que a ellos».[4]

Era una traición al sueño estadounidense de mejora sin fin y amenazaba con degenerar en una reacción política. Como señaló Obama: «Parte de ello acabará manifestándose en la clase de sentimiento nativista, de proteccionismo y de animosidad hacia la inmigración que estamos debatiendo aquí, en Washington. Por tanto, el trabajo que se está haciendo aquí tiene consecuencias reales. No es un proceso incruento».[5]

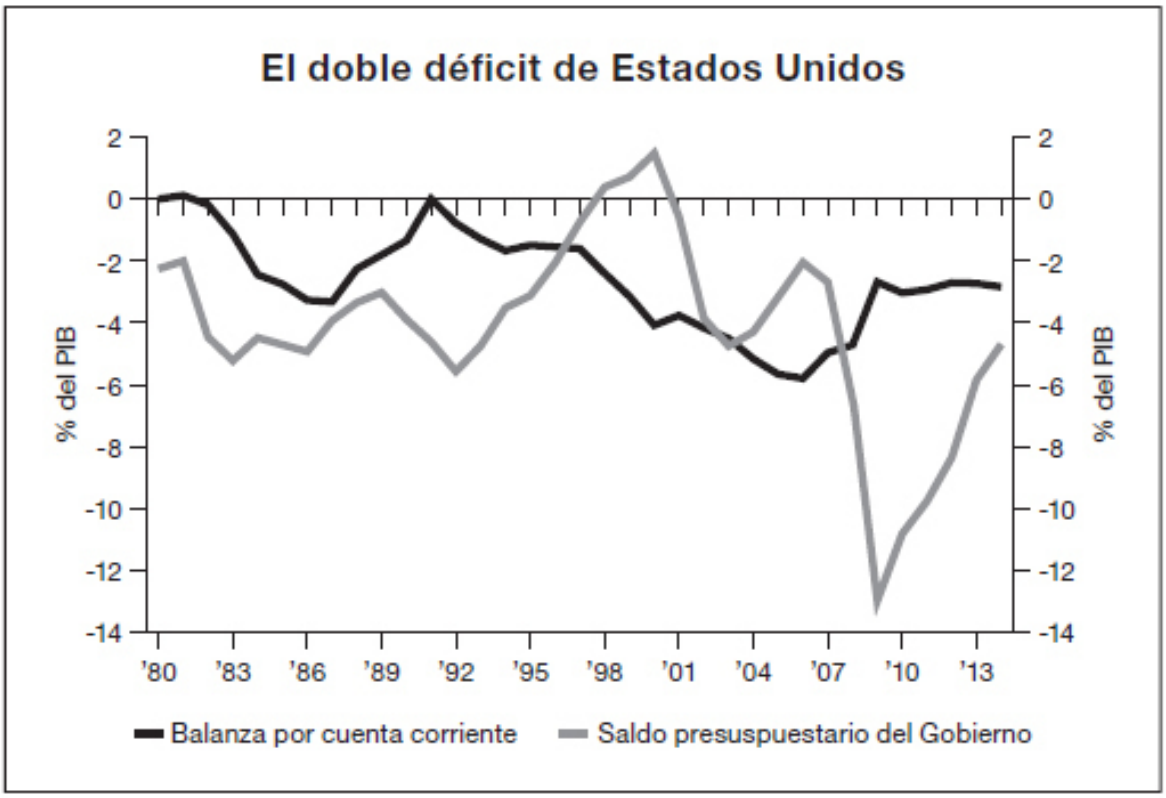
En medio de los temores acerca de la globalización y del riesgo de una revuelta populista, ya evidentes en 2006, existía un cierto nacionalismo económico que el propio Obama no temió mencionar: «Cuando se mantienen el déficit bajo y la deuda fuera de las manos de naciones extranjeras, todos podemos ganar». Además de la competitividad global, la otra preocupación que definía al equipo del Proyecto Hamilton era la cuestión de la deuda.

Cuando Robert Rubin era secretario del Tesoro de Clinton, presumía de haber convertido los déficits de la época de Reagan en considerables superávits presupuestarios. Desde entonces, con los republicanos, Estados Unidos avanzaba con rapidez en la dirección equivocada. En junio de 2001, tras la caída de las puntocom y unas controvertidas elecciones, la administración Bush había aplicado una reducción fiscal que se estimaba que costaría al gobierno federal 1,35 billones de dólares en diez años.[6] Esto benefició a sectores clave, pero también acabó con los superávits de Rubin y lo hizo intencionadamente. Los republicanos se habían convencido de que los superávits tendían a fomentar un mayor gasto público. Su enfoque fue el contrario, lo que los estrategas republicanos de la época de Reagan denominaron «matar de hambre a la bestia».[7] Al consolidar los recortes tributarios y exponerse a una crisis fiscal, crearían una imperiosa necesidad de recortar el gasto, restringir el derecho a las prestaciones sociales y reducir la impronta del gobierno.

El problema fue que los recortes del gasto que se suponía que seguirían a las reducciones fiscales nunca se produjeron. Los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 pusieron a Estados Unidos en pie de guerra. La administración Bush respondió con un enorme incremento del gasto en defensa y seguridad. Después sumió a Estados Unidos, de un modo que

recordaba espantosamente a Vietnam, en el atolladero iraquí. En 2006, mientras se reunía el grupo del Proyecto Hamilton, Irak se encontraba al borde de una sangrienta guerra civil sectaria. La cuestión era cómo salir de ahí. No solo era desmoralizador y humillante, también era extremadamente costoso. La administración Bush hizo todo lo posible para mantener los costes de la guerra fuera del presupuesto ordinario, por lo que un grupo de expertos del Partido Demócrata decidió hacer las cuentas. Para 2008, la factura solo para Afganistán e Irak ascendía como mínimo a 904.000 millones. Los cálculos menos conservadores situaban la cifra en 3 billones de dólares. Era, sin duda, más de lo que Estados Unidos había gastado en cualquier guerra desde la segunda guerra mundial.[8]

Obviamente, se habría podido pagar.[9] Estados Unidos era mucho más rico que en tiempos de Pearl Harbor. Sin embargo, la administración Bush no solo no anuló los recortes fiscales, sino que, en mayo de 2003, redobló la apuesta introduciendo una nueva ronda de desgravaciones. En vista de que el presupuesto militar era sagrado y de que el resto de los gastos discrecionales no bastaban para marcar la diferencia, los republicanos propusieron reducir la brecha con recortes muy poco equitativos en «beneficios» sociales. Sin embargo, no pudieron obtener la aprobación del Senado, donde los republicanos tenían una escasa mayoría y los «moderados» eran decisivos. Este bloqueo fue el que convirtió el superávit presupuestario de Rubin, 86.400 millones de dólares en 2000, en un déficit sin precedentes de 568.000 millones en 2004, y sin que se avistara un final.[10]



Fuentes: Oficina de Gestión y Presupuestos, y Oficina de Análisis Económico.

El Proyecto Hamilton se inspiró originalmente en un documento elaborado en 2004 por Orszag y Rubin en el que se daba la voz de alarma.[11] En primer lugar, los déficits de Bush elevarían los tipos de interés y reducirían la inversión privada. Más adelante se avecinaba una situación mucho más grave. «Los déficits sustanciales proyectados a largo plazo pueden provocar un cambio fundamental en las expectativas de los mercados y una pérdida asociada de confianza tanto en el país como en el extranjero —advertían Rubin y Orszag—. Los efectos dinámicos desfavorables que podrían derivarse están excluidos en buena medida, cuando no totalmente, del análisis convencional de los déficits presupuestarios. Esta omisión es comprensible y apropiada en el contexto de los déficits que son pequeños y temporales; sin embargo, es cada vez más insostenible en un entorno con déficits grandes y permanentes. Los déficits importantes continuos pueden afectar de forma grave y adversa a las expectativas y a la confianza, lo que, a su vez, puede generar un ciclo negativo que se retroalimente entre el déficit fiscal subyacente, los mercados financieros y la economía real.» En resumen, los análisis

convencionales no eran suficientemente alarmistas. Lo que no «consideraban seriamente» era la posibilidad de que Estados Unidos se encaminara hacia un «desorden fiscal o financiero».

Los veteranos de la administración Clinton sabían de lo que hablaban cuando se referían a un «ciclo negativo» entre el «déficit fiscal subyacente, los mercados financieros y la economía real». En su opinión, era lo que habían heredado de las administraciones con un elevado nivel de gasto de Reagan y Bush. En 1993, ante una venta masiva de bonos, Clinton había aparcado los ambiciosos planes de estímulo.[12] La reducción del déficit, alentada por Rubin y Alan Greenspan, el presidente de la Reserva Federal, se convirtió en un mantra del equipo de Clinton. Al asesor político de Clinton James Carville le hizo reflexionar: «Solía pensar que, de existir la reencarnación, me gustaría volver como presidente, papa o estrella del béisbol. Pero ahora me gustaría reencarnarme en un player dominante del mercado de bonos. Puedes intimidar a todo el mundo».[13]

Los grandes inversores de renta fija tuvieron su momento de gloria en los años ochenta y noventa. Diez años más tarde, aún seguían en el mercado. En realidad, los fondos de bonos eran más grandes que nunca, pero, como Obama había insinuado, lo que más preocupaba a los rubinitas no eran los inversores nacionales. La principal preocupación eran los inversores extranjeros. Los déficits de la administración Bush fueron financiados en gran medida por la compra de bonos desde el extranjero. Como señalaba el documento de Orszag y Rubin, se seguía considerando que los bonos del Tesoro estadounidense eran la inversión más segura del mundo. No había ninguna posibilidad de impago o de un aumento repentino de la inflación. «Pero si esa expectativa cambiara y a los inversores les costara entender cómo el proceso de políticas podría evitar tomar medidas extremas, las consecuencias podrían ser mucho más graves de lo que sugieren las estimaciones tradicionales.» No solo el grupo de Clinton estaba preocupado. En 2003, la Oficina de Presupuestos del Congreso, una entidad no partidista, creyó conveniente recordar un caso extremo en el que los inversores extranjeros dejaran de comprar valores estadounidenses: el dólar se hundiría y los tipos de interés y la inflación se dispararían. «Ante la previsión de una disminución de los beneficios y un aumento de la inflación y de los tipos de interés, los mercados de valores podrían hundirse y los consumidores podrían reducir de repente su consumo. Además, los problemas económicos de Estados Unidos podían extenderse al resto del

mundo y debilitar gravemente las economías de los socios comerciales de Estados Unidos.»[14]

La magnitud de los déficits de Estados Unidos hacía que fuera vulnerable a las presiones del mercado de bonos. El hecho de que los inversores extranjeros pudieran dar la espalda de repente a los títulos del Tesoro evocaba la pesadilla de una repentina paralización de la financiación externa de los desequilibrios estadounidenses. No obstante, era la identidad de los inversores extranjeros lo que hacía que este escenario suscitara verdadero terror. Hasta los años ochenta, los principales inversores extranjeros en Estados Unidos habían sido europeos. Después había tomado el relevo Japón, con sus enormes superávits comerciales. En el nuevo siglo seguía siendo uno de los acreedores más importantes de Estados Unidos. Pero en los años noventa, con el yen en alza y la economía nacional paralizada por una devastadora burbuja inmobiliaria, la amenaza competitiva de Japón se había desvanecido. Desde el año 2000, la globalización había adquirido un nuevo rostro asiático. En abril de 2006, cuando Obama habló de mantener la «deuda alejada de las manos de inversores extranjeros», todo el mundo sabía que se estaba refiriendo a China y su régimen comunista.

II

China había sido una piedra angular de la geopolítica estadounidense desde los años setenta. Nixon y Kissinger habían trastocado los frentes de la guerra fría distanciando a China del abrazo soviético. Para entonces la Unión Soviética había desaparecido de escena y el escenario europeo de la guerra fría se había desvanecido con él. El Pacífico era el nuevo horizonte de poder estadounidense y China, el futuro rival. Por primera vez desde el ascenso del nazismo en Alemania, Estados Unidos se enfrentaba a una potencia que era, a un tiempo, un posible competidor geopolítico, un tipo de régimen político hostil y un ejemplo de éxito económico capitalista. El hecho de que Obama acudiera a la Brookings desde las conversaciones sobre un acuerdo nuclear con India era una reveladora coincidencia. Estados Unidos estaba buscando nuevos aliados en Asia. Sin embargo, más importante que las armas nucleares, al menos para el grupo del Proyecto Hamilton, era la economía.

La administración Clinton había introducido China en la globalización. En noviembre de 1995, Washington animó a Pekín a solicitar su adhesión a la recién creada Organización Mundial del Comercio (OMC). Naturalmente, Estados Unidos ya lo había hecho antes, con Europa occidental después de 1945, con Japón y el este de Asia en los años cincuenta y sesenta, y con Europa del Este en los años noventa. La apertura de mercados era buena para los empresarios, los inversores y los consumidores estadounidenses. Los intereses económicos de Estados Unidos eran tan amplios, que coincidían, *de facto*, con el capitalismo mundial.[15] Para mediados de los años noventa, Washington ya había renunciado a desafiar frontalmente al régimen comunista chino por los derechos humanos, el Estado de derecho o la democracia. En su lugar, los globalistas de los Partidos Demócrata y Republicano apostaron por que la poderosa e impersonal fuerza de la integración comercial acabara convirtiendo con el tiempo a China en un dócil y afable «participante» en el orden mundial.[16]

El crecimiento de China era espectacular. Los inversores estadounidenses iban a obtener enormes beneficios. Los fabricantes estadounidenses como GM empeñarían su futuro en China.[17] Tras una tormenta pasajera sobre el estrecho de Taiwán en 1995-1996, las relaciones diplomáticas se calmaron, pero el enorme tamaño de China la convertía en un competidor. Con la represión en Tiananmén en 1989, el Partido Comunista había manifestado su intención de no abandonar su liderazgo unipartidista. Desde entonces había creado una ideología popular que era tanto nacionalista como comunista.[18] Mientras Washington apostaba por el comercio internacional y la globalización para «occidentalizar» China, el Partido Comunista Chino aceptó el otro lado de la apuesta.[19] Los dirigentes del partido optaron por que el crecimiento sobrealimentado no los debilitara, sino que consolidara su posición como airosos timoneles de la espectacular recuperación de la nación. Pekín aprovechó las oportunidades comerciales, pero nunca se adhirió a mercados totalmente abiertos. Decidía quién invertía y en qué condiciones. Controlaba la entrada y la salida de fondos, lo que, a su vez, permitía al Banco Popular de China fijar el tipo de cambio y, desde 1994, lo había hecho con respecto al dólar.

China no fue el único país en fijar su tipo de cambio al dólar. Pese al discurso imperante de la liberalización de los mercados, el mundo financiero no era plano. El sistema monetario mundial era jerárquico y la

divisa clave, el dólar, ocupaba la cúspide de la pirámide.[20] El siglo XXI empezó con una red de divisas vinculadas al dólar que representaban, aproximadamente, el 65 % de la economía mundial (ponderada según el PIB).[21] Las monedas que no estaban vinculadas al dólar solían estarlo al euro. Muchas veces la vinculación era una señal de debilidad. En muchos casos se fijaba un tipo de cambio sobrevaluado y deseable. Esto creaba ventajas a corto plazo: abarataba las importaciones y los oligarcas locales podían adquirir con descuento propiedades inmobiliarias de prestigio en el extranjero. Pero también entrañaba un riesgo enorme. La vinculación se podía romper y con frecuencia lo hacía de manera explosiva. La apariencia de estabilidad que ofrecía un tipo de cambio fijo estimulaba una gran afluencia de fondos extranjeros, que ayudaban a impulsar la actividad económica nacional, creando una balanza comercial desequilibrada financiada desde el extranjero. Los bancos que actuaban como un conducto para los fondos extranjeros prosperaron. Esto desencadenó la crisis.[22] Cuando los inversores internacionales perdieron la confianza, el resultado fue una parada súbita y devastadora. Las reservas de divisas del banco central se agotaron y no quedó otra opción que abandonar el anclaje al dólar. La estabilidad dio paso a una devaluación catastrófica. Quienes sacaran primero su dinero, se salvarían. Quienes hubieran adquirido préstamos en moneda extranjera se enfrentarían a la bancarrota.

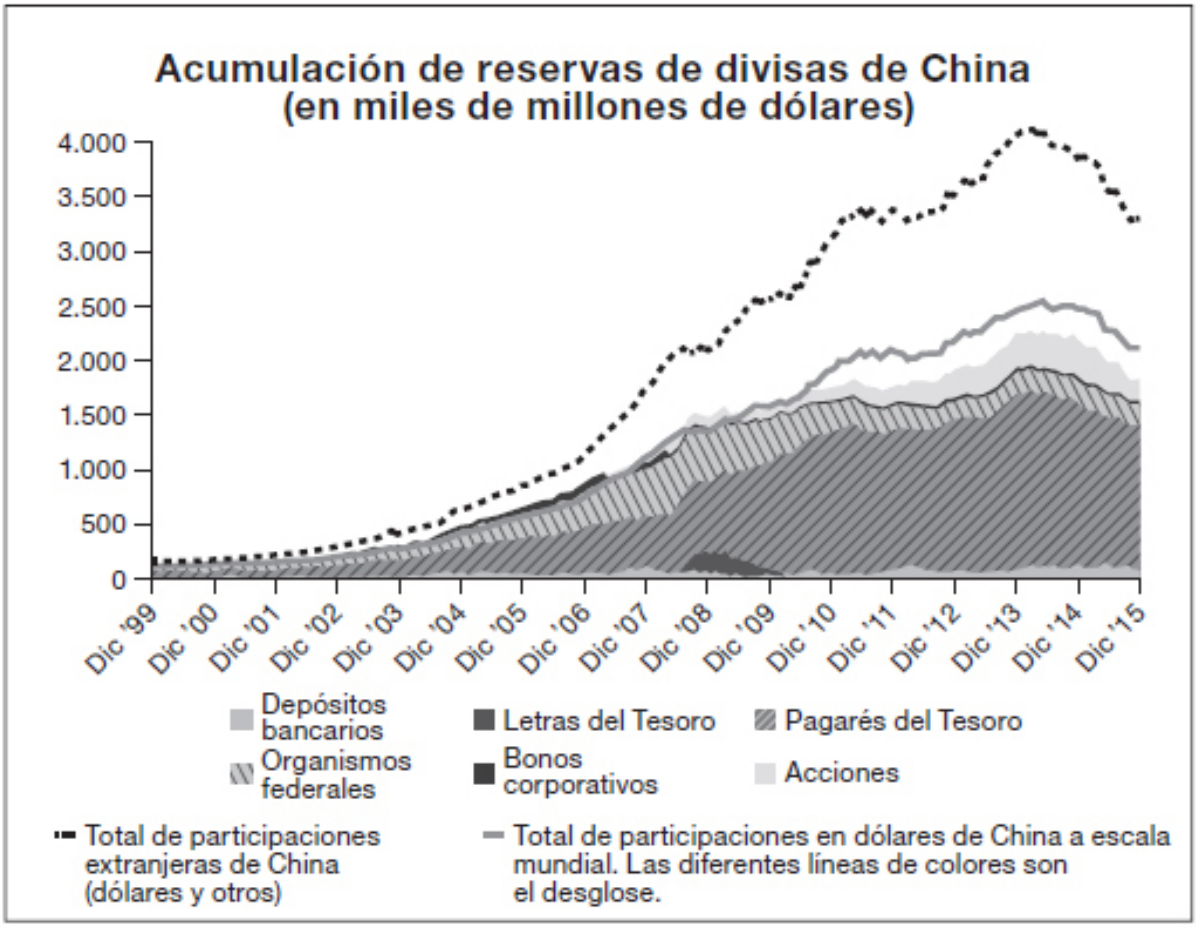
Esta fue la saga de los años noventa: en 1994 en México; en 1997 en Malasia, Corea del Sur, Indonesia y Tailandia; en 1998 en Rusia; en 1999 en Brasil. La contención de estas crisis fue lo que hizo que el presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan, el secretario del Tesoro Robert Rubin y Larry Summers, el número dos de Rubin, se ganaran el sobrenombre de «Comité para Salvar al Mundo».[23] En 2001 se hizo patente lo que sucedía cuando no estaban disponibles los superhéroes estadounidenses. Con la administración Bush totalmente distraída por los atentados terroristas del 11 de septiembre, la especulación financiera se centró en Argentina. Pese a haber recibido un préstamo de 22.000 millones de dólares del FMI, la situación de Argentina se volvió insostenible sin el respaldo de Estados Unidos; el 80 % de la deuda privada de Argentina estaba denominada en dólares, mientras que solo el 25 % de la economía argentina estaba orientada a la exportación.[24] En diciembre de 2001, mientras los dólares salían del país, el Gobierno argentino suspendió el acceso a las cuentas bancarias. En medio de disturbios que costaron la vida a veinticuatro

personas, el gobierno se desmoronó. El 24 de diciembre de 2001, Argentina anunció la suspensión del pago de la deuda, que ascendía a 144.000 millones de dólares de deuda pública, incluidos 93.000 millones adeudados a acreedores extranjeros. El valor del peso se desplomó de 1:1 a 3:1 frente al dólar, provocando la quiebra de los deudores en dólares. La economía retrocedió hasta niveles nunca vistos desde principios de los años ochenta. A comienzos del siglo XXI, más de la mitad de la población argentina vivía por debajo del umbral de la pobreza.[25]

China no tenía ninguna intención de convertirse en víctima de una parada súbita o en el necesitado receptor de ayuda estadounidense.[26] Para invertir el balance de riesgos, cuando Pekín fijó su tipo de cambio eligió uno que no era demasiado elevado, sino demasiado bajo. Era lo que habían hecho Japón y Alemania en los años cincuenta y sesenta.[27] Era una receta para el crecimiento basado en las exportaciones, pero generó sus propias tensiones. La subvaluación de la moneda hizo que las importaciones fueran más caras de lo necesario, lo que hizo descender el nivel de vida de los chinos. Al tener un superávit comercial con Estados Unidos y comprar bonos del Estado estadounidenses, la pobre China estaba exportando capital al rico Estados Unidos, financiando a los consumidores estadounidenses para que compraran los productos de sus nuevas y enormes fábricas. Además, el mantenimiento del tipo de cambio artificialmente bajo fue una batalla en sí misma. Con un superávit comercial con Estados Unidos que aumentó de 83.000 millones de dólares en 2000 a 227.000 millones en 2009, para mantener el valor del yuan bajo, el banco central chino tenía que comprar continuamente dólares y vender su propia divisa. Para ello emitió yuanes. En condiciones normales, esto habría dado rienda suelta a la inflación interna, eliminando cualquier ventaja competitiva y generando malestar social. Así pues, para «esterilizar» los efectos de su propia intervención, el Banco Popular de China exigió a todos los bancos chinos mantener unos niveles de reservas cada vez mayores, retirando en la práctica moneda en circulación. Fue una situación de gran desequilibrio, solo posible por la gran complicidad existente entre la élite política china y sus líderes empresariales, una relación basada en su afiliación común al Partido Comunista, la coacción y el beneficio mutuo. Las empresas chinas y sus propietarios, los nuevos oligarcas, se beneficiaron enormemente del gigantesco auge del desarrollo impulsado por las exportaciones.[28] Los campesinos y los trabajadores chinos perseguían el sueño de la prosperidad

urbana. Entre tanto, las gigantescas reservas de divisas de Pekín eran la mejor garantía para que, en caso de crisis, China mantuviera su soberanía.

Con tantas monedas vinculadas al dólar, sin la posibilidad de ajustar la competitividad de las exportaciones mediante la devaluación o la apreciación, no fue una sorpresa que la economía mundial se polarizara en países con excedentes de exportaciones y con déficits de importaciones. Solo en los tres primeros meses de 2005, Estados Unidos registró un déficit por cuenta corriente (un exceso de pagos al extranjero por el comercio de bienes y servicios y rentas de inversión) de casi 200.000 millones de dólares. Durante el año ascendió a 792.000 millones y en 2006 mostraba señales de un deterioro aún mayor. Para los países en el lado del superávit de los «desequilibrios mundiales», los llamados fondos soberanos (SWF, por sus siglas en inglés) se convirtieron en enormes depósitos de capital. Según los cálculos del Instituto Peterson de Economía Internacional de Washington D. C., en 2007 los fondos soberanos de inversión de los mercados emergentes poseían al menos 2 billones de dólares en activos, además de los billones en reservas de sus bancos centrales.[29] La Autoridad Monetaria de Arabia Saudí rebosaba de liquidez, al igual que los fondos soberanos de Noruega y Singapur. Algunos SWF hicieron inversiones en valores arriesgadas. La Administración Estatal de Cambio de Divisas de China buscaba rendimientos seguros y previsibles. Los activos seguros preferidos fueron la deuda pública estadounidense a largo plazo y los valores garantizados por el Gobierno estadounidense.



Nota: Estimaciones ajustadas para tener en cuenta las participaciones belgas y los flujos británicos.
Fuente: Brad Setser, «How Many Treasuries Does China Still Own?», *Follow the Money* (blog), Council on Foreign Relations, 9 de junio de 2016, https://www.cfr.org/blog/howmany-treasuries-does-china-still-own

Los desequilibrios eran preocupantes, pero, al menos en lo que respectaba a los países con superávit, auguraban que el primer impacto en caso de una corrección lo soportaría la otra parte. Era Estados Unidos, la gran economía deficitaria del mundo, la que sufriría una devaluación de su moneda y un incremento de los tipos de interés cuando los inversores extranjeros abandonaran los activos estadounidenses. Este escenario era el que tanto preocupaba a Orszag, Rubin y el senador Obama. Y no eran los únicos. En la prestigiosa revista del Consejo de Relaciones Exteriores, *Foreign Affairs*, Peter G. Peterson, presidente del consejo, del Instituto de Economía Internacional y del grupo de capital privado Blackstone, alertó del doble déficit estadounidense.[30] Los economistas Nouriel Roubini y Brad Setser advirtieron de que si los inversores llegaban a perder la confianza,

Estados Unidos se podría enfrentar a una repentina depreciación del dólar y a una enorme subida de los tipos de interés.[31] Podría ser la peor recesión desde la segunda guerra mundial.[32] Y Estados Unidos no solo se enfrentaría a una depresión. Sería humillada por el creciente poder de Asia. Naturalmente, si Estados Unidos sufría una crisis, China también se vería perjudicada.[33] Niall Ferguson y Moritz Schularick acuñaron el término «Chimérica» para describir la compleja relación económico-financiera entre China y Estados Unidos.[34] A Larry Summers, que después de presidir el Tesoro ejerció durante un aciago período como rector de Harvard, le evocaba recuerdos de la destrucción mutua asegurada de la época de la guerra fría. Dijo ante una audiencia en Washington que lo que sustentaba la economía mundial era el «equilibrio del terror financiero».[35] La diferencia era que, durante la guerra fría, la economía había sido el punto fuerte de Estados Unidos y ahora la baza de Estados Unidos consistía en confiar en ser simplemente «demasiado grande» para que China lo dejara caer. No era un diagnóstico muy tranquilizador.

III

Para mitigar estos desequilibrios, la solución obvia que reclamaba el Proyecto Hamilton era la austeridad fiscal. Reducir el déficit federal, contraer la demanda interna y reducir las importaciones de productos y fondos chinos. Pero a la administración Bush no parecía importarle. En 2004, el ex secretario del Tesoro Paul O'Neill, destituido en 2002, publicó un revelador resumen de los primeros tiempos de la administración Bush. Contenía algo que obsesionaba a los responsables de políticas económicas. En noviembre de 2002, O'Neill intentó advertir al vicepresidente Dick Cheney de que el aumento de los «déficits presupuestarios [...] constituía una amenaza para la economía». Cheney se limitó a interrumpirle con el siguiente comentario: «Ya sabes [...] Reagan demostró que los déficits no importan». Los republicanos habían ganado las elecciones legislativas de mitad de mandato; la reducción de impuestos era lo que se «esperaba» de los republicanos. Al cabo de un mes, O'Neill fue despedido.[36] Para los demócratas rubinitas, esto no solo demostraba un desconocimiento de la economía, también era un escándalo político. Siguiendo los pasos de George Bush padre, habían pasado años angustiosos subsanando los déficits de Reagan. Si se imponía la versión del republicanismo de Cheney, se

socavaban los pilares de la alternancia del sistema bipartidista estadounidense. ¿Cómo podían los demócratas aplicar una política económica «nacional» responsable si los republicanos percibían la economía como un recurso a exprimir para beneficiar a sus electores privilegiados? Como comentó con pesar Brad DeLong, subsecretario adjunto de políticas económicas del Tesoro en la administración Clinton: «Rubin y nosotros, los subalternos, movimos cielo y tierra para restablecer el equilibrio fiscal en la administración estadounidense y aumentar la tasa de crecimiento económico. Sin embargo, al final resultó que lo que hicimos [...] fue permitir la lucha de clases de derechas de George W. Bush: su impulso de una mayor desigualdad en los ingresos después de impuestos».[37]

La cuestión era acuciante ya que, tras las trascendentales elecciones de noviembre de 2006, el control de la Cámara de Representantes y del Senado cambió de manos. En un giro de los acontecimientos que solo puede calificarse de fatídico, serían los demócratas quienes tendrían el poder en el Congreso durante la mayor crisis del capitalismo estadounidense desde los años treinta. Pero eso ocurriría en el futuro. En 2006, la cuestión era si los demócratas, al ser la nueva fuerza en el Capitolio, debían volver a asumir la responsabilidad de reducir el déficit. Muchos en el partido, sobre todo los del ala izquierdista, se preguntaban por qué debían aceptar esa carga.[38] Como señaló un centrista: «En el caso de la responsabilidad presupuestaria, hacen falta dos para bailar un tango y, dado que el Partido Republicano no quiere bailar, los demócratas no se pueden permitir asumir toda la responsabilidad».[39] Tal vez la mejor manera de prevenir otra «ofensiva polarizadora de la riqueza» de un Congreso republicano sería gastar tanto en obras públicas, asistencia social y creación de empleo, que ni siquiera un republicano considerara la posibilidad de introducir más reducciones fiscales. Como DeLong observó con resignación, las «políticas presupuestarias que crean superávit establecidas por Robert Rubin y compañía en la administración Clinton habrían sido muy beneficiosas para Estados Unidos si dicha administración hubiera tenido un sucesor normal. Pero ¿cuál es la política presupuestaria adecuada que debía seguir una futura administración demócrata cuando no existe ninguna garantía de que vuelva a haber un sucesor republicano “normal” alguna vez?».[40]

A la vista de este dilema, las situaciones catastróficas evocadas por Orszag y Rubin adquieren un significado diferente. Tenían tanto que ver

con controlar la agenda dentro del Partido Demócrata como con ganarse a los republicanos. Si todo lo que había en juego en la lucha sobre el déficit era un punto porcentual de crecimiento económico aquí o allá, ¿por qué no debían anteponer los demócratas sus propias preferencias partidistas? Pero si la amenaza era un desastre al estilo de Weimar, entonces el ala izquierdista de los demócratas se avendría y daría prioridad al recorte presupuestario.

En vista del estancamiento político en la política presupuestaria y los evidentes desequilibrios de la economía estadounidense, los otros agentes que cabía esperar que empezaran a actuar eran los poderosos guardianes de la Junta de la Reserva Federal. Bajo la presidencia primero de Paul Volcker (1979-1987) y después de Alan Greenspan (1987-2006), la autoridad del banco central estadounidense alcanzó nuevas cotas. En lo que atañe a su autoridad competente y a su inexpugnable posición dentro de la estructura del Gobierno estadounidense, llegó a rivalizar con el aparato de seguridad del país.[41] Sin embargo, lo irónico fue que a medida que la reputación y la autoridad de la Fed aumentaban, el instrumento clave de su política parecía perder eficacia. El tipo de interés a corto plazo fijado por la Fed ya no parecía estar marcando el ritmo del resto de la economía.

Tras la quiebra de las puntocom, Greenspan había rebajado los tipos al 3,5 %. Después de los atentados del 11 de septiembre, hubo nuevas bajadas, que llegaron al 1 % en el verano de 2003. Después, a partir de 2004, la Fed empezó a subir los tipos. En vista del déficit comercial de Estados Unidos y de su rápido auge interno, era la receta estándar, que debía incrementar el ahorro privado y restringir la inversión.[42] Pero para consternación de la Fed, los resultados fueron escasos. Lo más sorprendente fue que cuando la Fed subió los tipos a corto plazo, las tasas en los mercados de bonos a largo plazo no respondieron. Había demasiados compradores de bonos a largo plazo, lo que hacía que aumentaran los precios y disminuyeran los rendimientos. No debería haber sido una sorpresa.[43] Al fijar sus monedas con el dólar, muchos de los socios comerciales de Estados Unidos no solo impidieron una tendencia a la baja del dólar, lo que podría haber restablecido la competitividad del país, sino que también evitaron la apreciación de la moneda estadounidense, que normalmente habría acompañado a una subida de los tipos de interés. Con unos tipos de cambio fijos, un aumento de los tipos no reduciría la oferta de crédito. Tuvo el

efecto contrario: hizo que fuera más atractivo invertir en Estados Unidos, lo que atrajo un mayor flujo de fondos extranjeros.

La Fed se encontró atrapada entre la determinación de China de vincular su moneda y la negativa del Congreso a contener el déficit presupuestario estadounidense. La desequilibrada senda de crecimiento de China creó un exceso de ahorro que había que invertir en el extranjero. Los títulos del Tesoro estadounidense con calificación AAA eran el activo reserva preferido. Una de las primeras aportaciones al debate político del economista de Princeton Ben Bernanke, recién nombrado miembro de la Junta de la Reserva Federal, fue acuñar la expresión «exceso de ahorro mundial» para describir esta situación en la que el principal instrumento político de la Fed perdió su influencia en la economía.[44] La disponibilidad de financiación extranjera obstaculizó los esfuerzos de la Fed para subir los tipos de interés. Al mismo tiempo, redujo la presión al Congreso para que endureciera la política fiscal. La afluencia de capital hizo bajar los tipos de interés estadounidenses, estimulando el auge económico nacional y atrayendo importaciones, sobre todo de China. Pero, a menos que se produjera un cambio de parecer en el Congreso o una liberalización general de los tipos de cambio, poco podía hacer la Fed. Este fue el ambiguo legado que se encontró Bernanke el 1 de febrero de 2006, cuando se hizo cargo de la presidencia de la Reserva Federal.

Bernanke, un personaje apacible y de perfil bajo, no tardaría en llegar a ocupar un lugar muy destacado en la historia de la economía mundial. Acabaría siendo un ejemplo excepcional y significativo de la posibilidad de «aprender de la historia». En noviembre de 2002, durante la fiesta de cumpleaños de Milton Friedman y Anna Schwartz, la coautora con Friedman de la monumental *A Monetary History of the United States, 18671960*, la biblia del monetarismo, Bernanke prometió: «Me gustaría decirles a Milton y Anna algo sobre la Gran Depresión. Tenían razón. Lo sentimos mucho. Pero, gracias a ustedes, no volverá a pasar».[45] En vista de la asociación forjada en los años setenta entre el monetarismo y la lucha contra la inflación, se podría confundir fácilmente la promesa de Bernanke con el clásico compromiso de un banquero central con la estabilidad de los precios. En realidad, Bernanke se estaba comprometiendo con la estabilidad de precios, pero lo que prometía era prevenir la deflación, no la inflación. La lección de los años treinta era que la Fed debía actuar con celeridad no solo para evitar que la oferta monetaria se ampliara excesivamente, sino

también para impedir que las quiebras bancarias la hicieran estallar.[46] Bajo la vigilancia de Bernanke, no habría deflación. Esta firme determinación, encarnada por el nuevo presidente de la Reserva Federal y compartida por el grueso de encargados de la política estadounidense, definiría la respuesta de la política monetaria a la crisis. En el proceso, Bernanke redefinió lo que puede hacer un banco central en tanto que organismo de gobierno moderno. En vista del peso de esta idea, resulta fácil olvidar lo anodino que pareció su nombramiento en aquel momento. Era una persona competente, sin ego desmesurado, un republicano serio y moderado. En términos políticos, fue conocido, sobre todo, por su convicción de que la mejor manera de perpetuar la era de la gran moderación, en la que tanto el desempleo como la inflación estaban fluctuando mucho menos que nunca, era adoptar un enfoque de la formulación de políticas basado en normas que describió como «discrecionalidad limitada».[47]

Al ser un economista que conocía bien la desastrosa historia del patrón oro en los años veinte y treinta, Bernanke era muy consciente de los peligros que entrañaba un sistema de tipo de cambio fijo desequilibrado. Era extremadamente crítico con la política monetaria china.[48] Pero las relaciones entre los bancos centrales son siempre correctas. No correspondía a la Fed dar lecciones a los chinos sobre política monetaria. Las mismas normas no se aplicaban al Tesoro o al Congreso de Estados Unidos. A principios de los años 2000, se empezaron a tramitar decenas de proyectos de ley en el Congreso en los que se acusaba a China de manipular divisas contraviniendo las normas de la OMC y donde se exigían sanciones. Estas iniciativas fueron las que suscitaron temor al «proteccionismo populista» en círculos como el Proyecto Hamilton. En julio de 2005, para aliviar la presión sobre la economía estadounidense, China empezó a permitir una lenta apreciación de su moneda. Con el tiempo, esto provocaría una reevaluación del 23 %, pero fue sumamente lenta.

Para acelerar las cosas, algunos en Washington se decantaron por activar el FMI. ¿Por qué el órgano de control monetario mundial no estaba exigiendo a China que abordara el desequilibrio de su balanza de pagos? En septiembre de 2005, el subsecretario del Tesoro Tim Adams comentó en un discurso muy difundido que el FMI parecía estar «dormido al volante».[49] Sin embargo, la promoción del FMI como árbitro tenía graves consecuencias. No cabía esperar que China aceptara consejos del FMI hasta que tuviera una representación en el Directorio del FMI acorde con su

tamaño. Además, Pekín esperaría que el control del FMI se aplicara también a Estados Unidos. No era probable que ese control agradara a una Casa Blanca republicana.[50] Descartados el ajuste impulsado por el mercado o la supervisión internacional, el equilibrio del «terror financiero» se gestionó mediante la diplomacia de cumbres al estilo de la guerra fría. No fue una coincidencia que el presidente Bush eligiera como su último secretario del Tesoro a Hank Paulson. Paulson, al igual que Rubin, llegó al Tesoro después de haber sido presidente ejecutivo de Goldman Sachs. Pero aparte de sus credenciales en la banca de inversión, lo que recomendaba a Paulson para el puesto era su reputación de tener mucha experiencia con China. Le gustaba presumir de que, desde la matanza en la plaza de Tiananmén, había visitado China en setenta ocasiones.[51] No tenía un cariño especial a instituciones multilaterales como el FMI. Prefería el diálogo bilateral, lo que algunos habían empezado a llamar «G2».[52] Una de las primeras medidas de Paulson fue entablar un diálogo estratégico y Económico entre Estados Unidos y China y encargarse personalmente de la parte estadounidense.[53]

IV

En el otoño de 2007, aun cuando una crisis bastante diferente asomaba en el horizonte, el dólar seguía siendo el centro de atención. *The Economist* advertía de un «pánico del dólar».[54] El semanario alemán *Der Spiegel* anunciaba un «Pearl Harbor sin guerra». Se informó de que Bill Gross, el magnate del gigante de la gestión de fondos PIMCO, estaba vendiendo activos en dólares, al igual que el multimillonario inversor Warren Buffett. En noviembre de 2007, Bloomberg informó de que la supermodelo mejor pagada del mundo, la brasileña Gisele Bündchen, había exigido a Procter & Gamble cobrar en euros para promocionar su marca Pantene. Bündchen, con un patrimonio superior a los 300 millones de dólares, no podía permitirse ignorar la tendencia de los mercados de divisas. Mientras tanto, la estrella del hip hop Jay-Z se dedicaba a enseñar fajos de euros en MTV.

Si el euro era la nueva joya ostentosa, ¿significaba eso que el dólar estaba a punto de pasar de moda? En el verano de 2007, un año antes de que le fuera concedido el premio Nobel, Paul Krugman esbozó la lógica de lo que describió como un «momento Coyote», en el que los inversores extranjeros se darían cuenta de repente de que no había nada que sostuviera

a la moneda estadounidense salvo su propia dinámica de adquisición de dólares.[55] Al igual que el personaje de dibujos animados suspendido en el aire por el movimiento propulsor de sus piernas, el dólar pendía sobre un precipicio. Krugman tranquilizaba a sus lectores diciendo que era reconfortante que la mayor parte de las deudas de Estados Unidos fueran en su propia moneda, lo que amortiguaría el impacto de la caída del dólar. No sería Argentina. Pero si la Fed se veía de pronto obligada a subir los tipos de interés, Estados Unidos se enfrentaría a una fuerte contracción. «No será divertido», concluía Krugman.

Los mejores y más brillantes de la política económica estadounidense no se equivocaron al preocuparse por el desequilibrio sinoestadounidense. De haber estallado, habría sido una catástrofe. Diez años después, este escenario todavía se cierne sobre la economía mundial. La amenaza de una crisis fue contenida en 2008 porque había profundos intereses en ambas partes y porque Washington y Pekín lo abordaron como un tema de la máxima prioridad. Desde un principio, las relaciones financieras sinoestadounidenses estuvieron explícitamente politizadas y se entendieron como un asunto «diplomático de una gran potencia». Nadie se hizo ilusiones de que se trataba simplemente de una relación de mercado, de un asunto de negocios normal. Cuando a Paulson le preocupaba una liquidación masiva de dólares por parte de China, sabía a quién llamar en Pekín. La analogía de la guerra fría de Larry Summers resultó ser más apropiada de lo que supuso. El equilibrio del terror financiero se mantuvo.[56] Pero mientras tanto, se hizo cada vez más evidente que la élite estadounidense encargada de formular políticas se había centrado, como lo expresaría Bradford DeLong, en la «crisis equivocada».[57] La crisis que se asociará para siempre con 2008 no fue una crisis de deuda soberana estadounidense motivada por una liquidación masiva de China, sino una crisis plenamente inherente al capitalismo occidental, un colapso de Wall Street impulsado por los préstamos de alto riesgo tóxicos que amenazaba con arrastrar a Europa.

Capítulo 2
LAS HIPOTECAS *SUBPRIME*[*]

Cuando los economistas relacionados con el Proyecto Hamilton imaginaban una catástrofe, su preocupación era el exceso de deuda pública, las escuelas con bajo rendimiento y la caída de la bolsa china. Lo que no cuestionaban era el funcionamiento básico de la economía estadounidense, sus bancos y sus mercados financieros. Los problemas de Estados Unidos tenían que ver con su población, su sociedad y su política, no tanto con el sistema económico. Y, sin embargo, si en 2006 se miraba al lugar adecuado, era evidente que algo grave estaba ocurriendo. Desde principios de los años 2000, la economía estadounidense había estado impulsada no solo por los enormes déficits fiscales, sino también por una subida constante del precio de la vivienda. En algunos de los barrios con mayores dificultades económicas, decenas de miles de familias que habían suscrito recientemente créditos hipotecarios estaban incumpliendo sus pagos. En las comunidades marginales formadas por minorías étnicas de ciudades como Cincinnati y Cleveland, pero también en las urbanizaciones construidas a lo largo de las carreteras en los estados soleados, se estaba incumpliendo el pago de las hipotecas en masa. El alza del mercado inmobiliario estadounidense estaba a punto de frenarse en seco. Y cuando ocurriera, precipitaría una crisis mundial.

A decenas de millones de estadounidenses esta crisis les golpeó donde más dolía, en su hogar. Sin embargo, cuando se compara con el alcance de los desequilibrios económicos mundiales y de las relaciones sinoestadounidenses, la mecánica de la financiación hipotecaria en Estados Unidos parece una preocupación provinciana. ¿Cómo pudo este drama doméstico sacudir al sistema financiero mundial y precipitar una crisis mundial? La respuesta simple es: puede que los bienes inmuebles sean algo mundano y las McMansions algo anodino, pero representan una parte enorme de la riqueza mundial. Según cálculos, los bienes inmuebles estadounidenses representan el 20 % de la riqueza mundial.[1] Las viviendas estadounidenses representan el 9 % del total. En el momento de la crisis, el 70 % de las familias estadounidenses poseía una vivienda en propiedad,

más de 80 millones en total. Esos mismos hogares constituían la mayor fuente de demanda para la economía mundial. En 2007, los consumidores estadounidenses compraron aproximadamente el 16 % de la producción mundial y no había nada que les hiciera sentirse mejor que la subida de los precios de los bienes inmuebles. Durante los diez años previos a 2006, los precios de la vivienda se duplicaron incrementando la riqueza de los hogares en 6,5 billones, dando un gigantesco impulso no solo a la economía estadounidense, sino también a la mundial.[2] Cuando el gasto de los hogares estadounidenses se disparó hasta los 10 billones de dólares, añadió 937.000 millones de dólares a la demanda mundial entre 2000 y 2007.[3]

Es evidente que las fluctuaciones a tan gran escala pueden ayudar a explicar la desaceleración del ciclo económico en 2007, pero para comprender cómo pudo desencadenar una crisis financiera, con las quiebras de bancos sembrando el pánico y una contracción del crédito en todo el mundo, se ha de añadir algo crucial: los bienes inmuebles no solo constituyen la principal forma de riqueza, también son la principal garantía para obtener préstamos.[4] Es la deuda hipotecaria la que amplifica el ciclo económico general y vincula el ciclo de precios de la vivienda con la crisis financiera.[5] Entre los años noventa y el estallido de la crisis en 2007, la financiación de la vivienda en Estados Unidos se convirtió en una fuerza dinámica y desestabilizadora debido a una cuádruple transformación: la titulización de las hipotecas, su incorporación a estrategias de crecimiento bancario expansivas y de alto riesgo, el auge de nuevas fuentes de financiación y la internacionalización. Estos cuatro cambios se remontan a la transformación que se produjo en los asuntos económicos mundiales entre finales de los años setenta y principios de los años ochenta tras el derrumbe del sistema de Bretton Woods.

I

El 6 de octubre de 1979, tras una reunión no programada del comité de la Reserva Federal que fija los tipos de interés, el Comité Federal de Mercado Abierto (FMOC, por sus siglas en inglés), Paul Volcker, el presidente de la Fed, anunció que, en lo sucesivo, esta intentaría regular estrictamente las reservas bancarias y que cabía esperar una subida de los tipos de interés.[6] Fue la respuesta de la Fed a una oleada inflacionista que estaba poniendo en peligro la estabilidad interna, la posición mundial de

Estados Unidos y la solidez del dólar. Desde que Nixon había desvinculado el dólar del oro, las monedas del mundo habían flotado entre sí sin un anclaje metálico. Solo la disciplina política impidió la emisión sin límites de moneda. Contrariamente a algunos temores, no existía una inflación galopante. Pero, con los precios aumentando hacia incrementos anuales del 14 % en 1979, Volcker y la Fed decidieron que era hora de pisar el freno. Fue en ese momento cuando nació el poder de la Fed moderna. El tipo de interés era su arma. Como lo expresó el locuaz canciller alemán Helmut Schmidt, Volcker elevó los tipos de interés reales (los tipos de interés ajustados a la inflación) hasta niveles nunca vistos «desde el nacimiento de Cristo».[7] No exageraba. En junio de 1981, la tasa de interés de referencia rozó el 21%.

El resultado fue una sacudida que afectó tanto a la economía estadounidense como a la mundial. El dólar repuntó y también el desempleo. La inflación bajó del 14,8% en marzo de 1980 al 3% en 1983. En Gran Bretaña, fue la crisis con la que comenzó el gobierno de Thatcher. En Alemania, contribuyó a la destitución de Schmidt y a su sustitución por el gobierno conservador de Helmut Kohl.[8] El gobierno socialista de Francia, presidido por François Mitterrand, se vería obligado a ceder en 1983. La sacudida enviada por Volcker preparó el terreno para lo que Ben Bernanke denominaría más tarde la gran moderación.[9] Fue el final no solo de la inflación, sino también de una gran parte de la base industrial de las economías occidentales y, con ello, de la capacidad de negociación de los sindicatos. Ya no podrían subir los salarios en consonancia con los precios. Hubo otra parte de la economía política de posguerra en Estados Unidos que no sobrevivió a la perturbación desinflacionista de los años ochenta: el peculiar sistema de financiación de la vivienda surgido en la época del New Deal.

Desde los años treinta, la financiación de la vivienda en Estados Unidos se había basado en los bancos comerciales y las cajas de ahorro locales, las denominadas entidades de ahorro y préstamo, que concedían préstamos a largo plazo a tipo fijo. A finales de los años sesenta, los préstamos a tipo fijo a treinta años y con un pago inicial de solo el 5 % eran habituales.[10] La financiación provenía de entidades depositarias, que ofrecían cuentas de ahorro aseguradas por el Estado y con tipos de interés sujetos a un límite. Esta era la base sobre la que se había extendido la propiedad de la vivienda a casi el 66% de los hogares en los años setenta. Para los propietarios de

viviendas con hipotecas a largo plazo y un tipo de interés fijo, la inflación de la época posterior a Bretton Woods fue una ventaja imprevista. El valor real de sus préstamos disminuía mientras los tipos de interés se mantenían fijos. Para los bancos que habían concedido los préstamos fue un desastre. En una época de inflación y tipos de interés fluctuantes, y con los tipos de interés sujetos a límites heredados de los años cincuenta, no podían retener a sus impositores y menos aún atraer a otros nuevos. A la hora de pedir prestado en los mercados monetarios o emitir bonos, se enfrentaban ahora a los devastadores tipos de interés fijados por la Fed. Entre tanto, sus carteras de hipotecas a tipo fijo se devaluaban a medida que los tipos de interés de los nuevos préstamos se disparaban.[11] A principios de los años ochenta, la inmensa mayoría de las casi cuatro mil entidades de ahorro y préstamo que seguían operando eran insolventes. En vista del coste de sanearlas y de la ideología del libre mercado dominante en la época de Reagan, el camino más fácil era desregular y flexibilizar las normas de capital con la esperanza de que pudieran salir por sí solas del atolladero. Los bancos comerciales sobrevivieron a esta prueba de fuego; las entidades de ahorro y préstamo, no. Más de un millar quebró. La mayor parte de las restantes fueron rescatadas, compradas o fusionadas. Los costes de resolución para los contribuyentes ascendieron en los años noventa a unos 124.000 millones de dólares.[12]

A finales de los años ochenta, el panorama macroeconómico se estaba estabilizando. La inflación se redujo y los tipos de interés bajaban. Mientras que en la nueva época a la mayoría de los inversores en bonos les iba bien, cualquiera que poseyera préstamos hipotecarios tenía que contar con otro riesgo. Los prestatarios estadounidenses tienen derecho al reembolso anticipado y a la refinanciación a tasas más bajas. Esto estimula la economía, ya que los prestatarios pueden reducir las cuotas mensuales de la hipoteca y, por tanto, son más propensos a consumir que aquellos a los que piden prestado.[13] Pero eso supone que, para el prestamista, el contrato hipotecario estadounidense sea muy desigual. Durante un período de subidas de los tipos, sus préstamos a tipo fijo se devaluarán. Durante un período de flexibilización de la política monetaria, cuando los tipos caen los prestatarios refinancian. Los préstamos a treinta años a tipo fijo son una propuesta de negocio viable solo en las condiciones de estabilidad que se dieron durante Bretton Woods, entre 1945 y 1971. En una nueva época de acuerdos monetarios flexibles, eran peligrosamente unilaterales, sobre todo

si los riesgos se concentraban en pequeños prestamistas hipotecarios con medios limitados para financiarse por su cuenta. La solución era ampliar el alcance, adoptar un nuevo modelo de financiación basado en el mercado y colocar a las instituciones del Estado en el centro del sistema.

El sostén fundamental del sistema hipotecario estadounidense tras la debacle de las entidades de ahorro y préstamo fueron las llamadas empresas patrocinadas por el gobierno (GSE, por sus siglas en inglés).[14] El buque nodriza de las GSE era Fannie Mae, fundada en 1938 para crear un mercado secundario para los prestamistas que estuvieran dispuestos a conceder el nuevo tipo de hipotecas aseguradas por el gobierno de la Administración Federal de Vivienda que promovió el New Deal. Fannie Mae no concedía hipotecas. Las compraba principalmente a bancos comerciales estadounidenses especializados en la concesión de hipotecas aseguradas por la Asociación Federal de Vivienda (FHA, por sus siglas en inglés). Al actuar como un mecanismo de garantía, Fannie Mae redujo el coste de los préstamos y estableció una norma nacional tanto para los prestamistas como para los prestatarios «preferentes». Contribuyó a unir Estados Unidos a través de la deuda hipotecaria. Fannie Mae podía financiar a bajo costo la compra de estas hipotecas estandarizadas porque su calificación crediticia era la de un organismo gubernamental que no podía quebrar. La deuda de los organismos federales era equivalente a la del Tesoro. Asimismo, las obligaciones de Fannie Mae figuraban en el balance del gobierno federal. Para sacarlas del mismo en un momento de presión fiscal durante la guerra de Vietnam, Fannie Mae fue privatizada en 1968 y se separó la rama que se seguía dedicando a la concesión de préstamos a empleados públicos y veteranos: Ginnie Mae. Se autorizó a la «nueva Fannie Mae» a comprar cualquier hipoteca, con garantía del Estado o no, que cumpliera ciertos requisitos de calidad, los denominados préstamos conformes. Y en 1970 el Congreso estableció por ley un tercer organismo, la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios, o Freddie Mac, para equiparar las condiciones comprando préstamos hipotecarios concedidos por entidades de ahorro y préstamo.

Pese a esta garantía pública, las GSE, con sus grandes carteras de préstamos a tipo fijo, se vieron gravemente afectadas por la subida de los tipos de Volcker a principios de los años ochenta. Fannie Mae estuvo a punto de quebrar, pero sobrevivió, y cuando el mercado de la vivienda se recuperó en los años noventa, las GSE prosperaron. Gracias a su vínculo

residual con el gobierno federal, las GSE continuaron disfrutando de un descuento sustancial en los gastos de financiación. A finales de siglo, Fannie Mae y Freddie Mac respaldaban juntas al menos el 50% del total del mercado hipotecario nacional. La creación de préstamos conformes, préstamos que cumplían los requisitos para obtener respaldo de las GSE, era la base del sector de los préstamos de vivienda estadounidense. Es una gran ironía que, en la época en la que se suele considerar que Estados Unidos lideraba al mundo en una revolución de los mercados, su mercado de la vivienda se volviera dependiente de una maquinaria de hipotecas patrocinadas por el gobierno que se remontaba al New Deal. También fueron la causa de la profunda e irreductible politización de la concesión de hipotecas en Estados Unidos.

La política de vivienda y la práctica hipotecaria de Estados Unidos habían favorecido sistemáticamente desde el final de la guerra de Vietnam el acceso a la propiedad de la vivienda de la mayoría blanca.[15] En los años noventa, la promoción del acceso a la vivienda de las comunidades minoritarias con bajos ingresos y «subatendidas» se convirtió en una prioridad para el Congreso. La Ley Federal para la Seguridad y Solidez Financiera de las Empresas de Vivienda de 1992 exigía que se fijaran objetivos de préstamos para las GSE. En diciembre de 1995, el gobierno estableció objetivos de vivienda para las zonas subatendidas y con bajos ingresos. Muchos de los nuevos propietarios de los años noventa y 2000 eran familias de minorías étnicas a las que se habían denegado préstamos hipotecarios durante décadas en virtud del régimen de «exclusión financiera» institucionalizado por la política de vivienda del New Deal. Desde este punto de vista, el *boom* inmobiliario fue parte del ascenso de la clase media afroamericana y latina del que tanto dependían los demócratas como partido político.[16] Debido a su influencia en el Partido Demócrata, las GSE constituían uno de los grupos de presión más poderosos de Washington D. C. Su artillería política era legendaria. Por la misma razón, el régimen hipotecario de las GSE siempre atrajo la ira de la derecha estadounidense. En el fondo, la mayor parte de los partidarios del libre mercado están convencidos de que la injerencia de las GSE fue la responsable del desastre que se estaba empezando a revelar en 2006. Las GSE tenían mandatos políticos establecidos por progresistas para que se canalizara dinero a las comunidades subatendidas. Disfrutaban de ventajas de financiación que distorsionaban el mercado debido a su conexión con el

gobierno federal. Y cuando se distorsiona el mercado, las crisis son inevitables.[17] Esta crítica conservadora de las GSE fue la que determinó la reacción de los republicanos cuando la crisis alcanzó su punto álgido en 2008. Para muchos en el Congreso, no se trataba solo de un rescate de los bancos; al menos, eran empresas privadas que intentaban ganar dinero. También era un intento desesperado de hacer pagar a los contribuyentes el rescate de un aparato paraestatal de ayudas en materia de vivienda controlado por los demócratas y concebido para beneficiar a minorías mimadas.

Era una retórica convincente para movilizar a las bases republicanas. Sin embargo, como explicación de la crisis que se estaba gestando en 2006, esta crítica política es muy poco acertada. Fannie Mae y Freddie Mac exigían unos niveles mínimos elevados de calidad a los préstamos que adquirían. Las GSE no respaldaban el tipo de préstamos de alto riesgo y baja calidad que se estaban empezando a dejar de pagar en masa en 2005-2006. Estos préstamos tóxicos eran un producto del nuevo sistema de financiación hipotecaria impulsado por prestamistas privados que cobró plena vigencia a principios de los años 2000. Mientras que las GSE cumplían las cuotas de préstamos fijadas por el gobierno, los prestamistas privados a los que movía el afán de lucro asumían muchos más riesgos a la hora de prestar a comunidades subatendidas.[18] En este sentido, las GSE no crearon la crisis, pero aportaron dos innovaciones sin las que cuesta imaginarla: el modelo de crédito hipotecario de «originar para distribuir» y la titulización.

Desde sus orígenes en los años treinta, el modelo de subsidio de las GSE separaba la originación de una hipoteca de su financiación última. Los bancos comerciales que concedían los préstamos originales a las familias estadounidenses eran reembolsados cuando vendían las hipotecas a Fannie Mae. Eso les permitía conceder más préstamos. Era la deuda emitida por las GSE para financiar las hipotecas que figuraban en sus balances la que acababa financiando el préstamo. Esta era la estructura básica de lo que se conocería como «originar para distribuir». Los prestamistas hipotecarios ya no necesitaban mantener las hipotecas en sus balances; se convertían en intermediarios que operaban a cambio de una retribución. La calificación crediticia garantizada por el gobierno de las GSE respaldaba todo el sistema.

A partir de los años setenta, cuando tuvieron que hacer frente a la inestabilidad de los tipos de interés y sus implicaciones negativas para el modelo hipotecario estadounidense, las GSE dieron un paso decisivo. Trabajando con ayuda de los bancos de inversión, fueron pioneras de la titulización.[19] En lugar de mantener las hipotecas originadas localmente en sus carteras y financiarlas mediante la emisión de bonos, vendían las hipotecas directamente a los inversores. Para ello, empaquetaban los préstamos hipotecarios en fondos, en los que vendían acciones, valores. Los riesgos específicos de los préstamos individuales se agrupaban. Los inversores que querían tener bienes inmuebles podían comprar una cartera con una exposición de base amplia sin tener que crear la red de sucursales necesaria para que los préstamos llegaran a toda la vasta economía de Estados Unidos. Lo hacían siendo plenamente conscientes de los riesgos y rendimientos generados por la fluctuación de los tipos de interés. En lugar de dejar que las pequeñas entidades de ahorro y préstamo especularan cuál era un préstamo viable, la titulización permitía que el proceso colectivo de regateo en el mercado determinara los costos de financiación.

En 1970, Ginnie Mae realizó la primera titulización. Se trataba de un modelo sencillo, llamado *pass-through*, según el cual los flujos de ingresos de un fondo de hipotecas se transferían a través de las GSE a los inversores. Lewis Ranieri y su equipo del ambicioso banco de inversiones Salomon Brothers no estaban conformes con que esto debiera seguir siendo un monopolio estatal y realizaron la primera titulización privada de hipotecas para Bank of America en 1977.[20] Pero hacía falta que un inversor valiente comprara un paquete de hipotecas a tipo fijo en ese momento. Fueron las consecuencias de la subida de los tipos de interés las que realmente situaron la titulización en primer plano. El prestamista hipotecario estancado con carteras de hipotecas con intereses bajos acudió al mercado para recuperar cualquier valor que pudieran generar titulizándolas y liquidándolas. Desde los años ochenta, las GSE, en colaboración con los bancos de inversión, no solo crearon bonos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés) *pass-through*, sino también las llamadas obligaciones con garantía hipotecaria (CMO, por sus siglas en inglés), que permitían que los MBS[*] fueran divididos por tramos en perfiles separados. Este fue el origen de la llamada financiación estructurada. Aquellos con prioridad preferente sobre el flujo de ingresos estaban protegidos contra el riesgo tanto de impago como de reembolso anticipado. Las de los tramos inferiores podían

venderse a inversores que buscaban inversiones más arriesgadas. Los tramos preferentes se pagarían salvo en el caso altamente improbable de un impago colectivo masivo. Estos tramos superiores, incluso si se basaban en un fondo de deuda de alto rendimiento y riesgo elevado, podían ser calificados de bajo riesgo y las agencias de calificación crediticia ayudaban calificándolos como AAA (el 80% de la mayoría de las titulizaciones eran designadas como preferentes y recibían la calificación AAA).

No sorprende que, en vista de las altísimas calificaciones que otorgaron a los MBS, el papel de las agencias de calificación crediticia fuera posteriormente muy controvertido. En los años noventa, Moody's Inversors Service y Standard & Poor's se repartían entre las dos el 80 % del negocio mundial de la calificación de la deuda.[21] Fitch se hizo con otro 15 % del mercado. No consiguieron este control del mercado otorgando con liberalidad la máxima calificación AAA. En 2008 solo había seis corporaciones con calificación AAA y no más de una docena de países disfrutaban de la misma. Y ello pese a que desde los años ochenta eran los emisores de deuda quienes pagaban a las agencias de calificación para que otorgaran las calificaciones, no los abonados a sus servicios de información. El hecho de que pagara el emisor creaba un conflicto de intereses. Pero las agencias tenían mucho que perder si parecía que estaban vendiendo buenas calificaciones y relativamente poco que ganar si favorecían a un cliente que solo participaba en emisiones ocasionales de bonos. El negocio de la titulización de hipotecas cambió ese cálculo. El enorme volumen de la emisión de bonos de titulización hipotecaria, con decenas de miles de tramos, junto con el hecho de que el flujo se concentrara en manos de unos pocos emisores, representaba para las agencias de calificación un importante incentivo para ser «útiles».[22] Pero aún más importante era la propia naturaleza de los MBS. Lo que hacía que la calificación de los MBS fuera diferente era que los activos subyacentes no eran bonos emitidos por una compañía que se enfrentaba a la impredecible fuerza de la competencia mundial. Los MBS agrupaban miles de lo que se suponía que eran activos y con poco riesgo, hipotecas domésticas ordinarias. Las agencias de calificación no tenían que calcular los riesgos de impago basándose en evaluaciones más o menos subjetivas de las perspectivas de negocio de una compañía. Tampoco tenían que pronunciarse sobre la política fiscal de un país. En su lugar, podían aplicar las matemáticas financieras estandarizadas a un conjunto de hipotecas que se suponía que tenía propiedades

estadísticas bien conocidas. Si se conocían las tasas de impago y se podían formular hipótesis sobre el grado de correlación existente entre ellas, una vez que se reunían suficientes hipotecas y se dividían en tramos, la probabilidad de que no se desembolsaran los tramos superiores era infinitesimal. De este modo, decenas de miles de bonos de titulización de activos podían optar a la calificación ultrasegura AAA. Lo que sucedía con los tramos inferiores del paquete era algo totalmente distinto. En estos, el riesgo de impago era mucho más elevado que si se mantenía simplemente la cartera de hipotecas. Pero, a una rentabilidad adecuada, también encontraban comprador.

La idea, tras el desastre de las entidades de ahorro y préstamo, era diversificar el riesgo para alejarlo de quienes participaban directamente en la concesión de hipotecas a prestatarios y atraer inversores convirtiendo las hipotecas en valores que ofrecieran una amplia variedad de perfiles de rentabilidad-riesgo. Y funcionó. En 1980, el 67 % de las hipotecas estadounidenses figuraban directamente en los balances de bancos de depósito. A finales de los años noventa, los riesgos del sistema estadounidense de hipotecas a largo plazo a tipo fijo y con facilidades de reembolso se titulizaron y se diversificaron en un segmento mucho más amplio del sistema financiero que en 1979, cuando Volcker hizo su sorprendente anuncio. Estas estaban en los balances de las GSE y los bancos, pero también en los fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros.[23]

Si lo comparamos con los modelos tradicionales de depósitos y préstamos, las titulaciones cumplieron su cometido de diversificar el riesgo. Pero ¿redujo los incentivos para supervisar cuidadosamente los préstamos subyacentes? Al separar el origen de la financiación, ¿había eliminado el nuevo sistema los incentivos para hacer el debido seguimiento de los préstamos? Mientras que un prestamista local que mantuviera una hipoteca durante todo el plazo de treinta años tenía razones para controlar de cerca a su cliente, en los años noventa las hipotecas estadounidenses pasaban por al menos cinco instancias diferentes antes de ser vendidas a un inversor: los emisores, los mayoristas de paquetes de hipotecas, los aseguradores que evaluaban el riesgo, las empresas patrocinadas por el gobierno y los administradores que gestionaban el flujo de los ingresos en concepto de intereses. ¿Qué confianza podía tener un inversor en que, a lo largo de la cadena, se hiciera el trabajo correctamente? En cada etapa de proceso, las

principales preocupaciones eran el volumen y los honorarios. ¿A quién le interesaba mantener la calidad? Tal vez no fue el susidio estatal, sino esos perversos incentivos los que desencadenaran la enorme expansión de los préstamos de mala calidad y la crisis de 2007-2008.[24]

Es una teoría que tendría cierta verosimilitud si el modelo de financiación hipotecaria centrado en las GSE de los años noventa hubiera seguido predominando a principios de los años 2000. Pero, en realidad, a principios de los años 2000, cuando se produjo el *boom* de las hipotecas *subprime*, el sector había vuelto a cambiar. La titulización estaba más extendida que nunca. Las GSE seguían siendo responsables de comprar y titulizar los préstamos hipotecarios conformes. Pero cuando una nueva serie de actores se incorporó al mercado hipotecario con un plan más dinámico y expansivo, su modelo de negocio no consistía en diversificar, sino en agregar cada paso al proceso, incluida la tenencia de grandes cantidades de valores en sus balances.[25] Fue este modelo de crecimiento, basado en la agregación y no en la diversificación real de carteras, el que haría estallar el sistema.

II

El camino que desembocó en el sobrealimentado sector hipotecario privado de principios de los años 2000 fue sinuoso, pero también se remonta al derrumbe del sistema de Bretton Woods en los años setenta y la eliminación de las trabas a las monedas, los precios, los tipos de interés y los movimientos de capitales que siguió. No solo las entidades de ahorro y préstamo se vieron obligadas a replantearse su modelo de negocio, sino también el conjunto del sector financiero, y esto fue válido tanto para los bancos de inversión de Wall Street como para los bancos comerciales.

No es exagerado afirmar que el nuevo y desregulado mundo de las finanzas nacionales e internacionales estaba creado para la banca de inversión.[26] Gracias a sus operaciones de negociación por cuenta de terceros y a la colocación de títulos de deuda y otros valores, disfrutaban de una «ventaja» sobre todos los demás operadores del mercado.[27] En 1975, la abolición de las tarifas fijas que cobraban los agentes de Wall Street por las operaciones bursátiles desató una competencia feroz que acabó con las empresas más pequeñas y forzó la integración de la banca comercial y de inversión así como los servicios de estudios independientes (*research*). En

los años ochenta, con los tipos de interés bajando y los bonos iniciando su largo período de crecimiento, la negociación de los llamados títulos de renta fija, en contraposición a los de renta variable, se volvió aún más importante. Drexel Burnham Lambert fue pionero en el mercado de los bonos corporativos de alto rendimiento, también llamados bonos basura. Mientras tanto, Salomon Brothers ayudó a las GSE a diseñar modelos de titulización y lanzar nuevos paquetes de bonos respaldados con hipotecas (MBS). Para otros clientes, se esforzaron por desarrollar productos para la cobertura de divisas y tipos de interés. Inventaron, por ejemplo, los *swaps*, que permitían a los clientes gestionar exposiciones excesivas a ciertas divisas. Estos instrumentos permitían a un cliente asumir el riesgo de las variaciones de los tipos de interés mientras otro cliente optaba por tipos fijos. En los años noventa, un equipo de J. P. Morgan inventó las permutas de cobertura por impago (CDS, por sus siglas en inglés), que ofrecían protección contra el riesgo de impago y permitían a los prestamistas ajustar el riesgo de sus préstamos.[28] Al mismo tiempo, los bancos de inversión fueron aumentando progresivamente las actividades que realizaban por cuenta propia. Descubrieron los beneficios que se podían obtener gracias al volumen y el apalancamiento. Los rendimientos eran extraordinarios. A principios de los años ochenta, la élite de la banca de inversión estadounidense obtuvo unos rendimientos del capital propio de más del 50 %.

Pero la ampliación de la escala suscitaba la cuestión de la financiación. Los bancos de inversión no aceptaban depósitos. Pedían prestado a otros bancos o inversores institucionales los recursos que prestan en los mercados mayoristas. Tras las perturbaciones en la inflación y los tipos de interés a finales de los años setenta y principios de los ochenta, esto los situaba en una posición óptima. El hecho de que la banca de inversión no tuviera depositantes convenía a los ahorradores, quienes, como consecuencia de la inflación, ya no querían poner su dinero en depósitos bancarios. En su lugar optaron por los fondos de inversión monetarios (MMF, por sus siglas en inglés), el vehículo inversor que iba a determinar la nueva era.[29] Eran sumamente atractivos para los hogares con más recursos que buscaban tipos de intereses mejores que los que ofrecían los depósitos bancarios. Los fondos del mercado monetario ofrecían al instante cuentas accesibles sin garantía estatal oficial, pero sus operadores del sector privado prometían devolver al menos un dólar por cada dólar, además de un tipo de interés atractivo. Eludiendo a las entidades de ahorro y préstamos en bancarrota y

los bancos comerciales en dificultades, los depósitos en efectivo iban a parar a enormes fondos comunes gestionados por profesionales en busca de buenos rendimientos en Wall Street.

Los MMF no fueron los únicos. Las corporaciones empezaron a gestionar de manera más profesional sus fondos. Individuos elevado patrimonio, que fueron cada vez más numerosos a partir de los años setenta, poseían miles de millones de dólares que eran gestionados por fondos y *family offices*. A finales de los años noventa, se acumulaban tal vez hasta 1 billón de dólares en estos fondos de inversión colectiva, en busca de oportunidades de inversión de alta liquidez que generaran intereses y fueran absolutamente seguros o casi.[30] Los préstamos con garantía, o la compra de pagarés de empresa de bancos de inversión con prestigio, era justamente el tipo de activo seguro a corto plazo que querían los gestores de los fondos monetarios. Y actuar como intermediario de estos fondos, el llamado corretaje, era un negocio muy lucrartivo para los bancos de inversión.

Estos fondos comunes institucionales y la liquidez que proporcionaban a los mercados de financiación mayorista fueron el combustible para el despegue de las bancas de inversión modernas. Cuantos más recursos movilizaban, ya fuera pidiendo prestado en el mercado mayorista o en depósitos, mayor era el volumen de negocio y más elevado el beneficio. Hasta los años ochenta, los bancos de inversión eran relativamente pequeños, sociedades conocidas y respetadas en Wall Street y la City de Londres, pero sus nombres no eran muy famosos. La creencia en la capacidad para gestionar el riesgo inspirada por los nuevos instrumentos derivados, junto con el acceso a los fondos de inversión colectiva, permitió considerar incrementar su tamaño, creando el «Nuevo Wall Street».[31] Firmas como Goldman Sachs, Morgan Stanley y Merrill Lynch pasaron del anonimato al estrellato. Constituidas originalmente como sociedades no cotizadas, el enorme aumento de sus actividades intermediadoras y de las mesas de derivados hizo que necesitaran emitir acciones y salir a bolsa. Merrill Lynch ya lo había hecho en 1971. Le siguieron Bear Stearns en 1985 y Morgan Stanley en 1986. Goldman Sachs fue la última en lanzar su OPV en mayo de 1999.[32] Robert Rubin fue el clásico exponente de este nuevo Wall Street, donde la banca de inversión tenía a uno de los suyos en el gobierno. Goldman Sachs empezó a ganarse el sobrenombre de «*goberment* Sachs».

Desde los años ochenta, los bancos de inversión habían basado sus actividades en sortear la incertidumbre. Cuando el mercado de activos registraba un auge, se apalancaban.[33] Pero a veces la incertidumbre volvía a hacer acto de presencia. Entre 1994 en México y 1998 en Rusia, los bancos estadounidenses globales tuvieron que afrontar una serie de crisis graves. En septiembre de 1998, la quiebra de Long-Term Capital Management provocada por la incertidumbre propagada desde Rusia podría haber acabado con todo el sector de los fondos de cobertura de no ser por la acción concertada de las principales firmas de Wall Street.[34] A esto le seguiría el auge y la caída de las puntocom en 1998-2001, una creación tanto del nuevo Wall Street como de Silicon Valley. Por último, estalló el espectacular escándalo de la contabilidad de Enron, que arrastró a la antes legendaria firma de auditoría y consultoría Arthur Andersen. A principios de los años 2000, tras dos decenios de crecimiento espectacular, Wall Street se enfrentaba a una ofensiva política y regulatoria y necesitaba urgentemente el «siguiente gran paso». En vista de la experiencia de los bancos de inversión en la negociación de bonos y su papel en la titulización de hipotecas en nombre de las GSE, no era difícil prever dónde iban a seguir buscando avispados bancos de inversión como Lehman y Bear Stearns.

Para los bancos comerciales, la época posterior a Volcker fue aún más dura. Perdieron depósitos. Perdieron negocios hipotecarios. ¿Podían acabar como las entidades de ahorro y préstamo?[35] Para restablecer la rentabilidad, los bancos comerciales estadounidenses se sometieron a un espectacular proceso de consolidación durante los noventa. Los diez principales bancos incrementaron su porcentaje de activos totales del 10 al 50% entre 1990 y 2000. Además, buscaron un nuevo modelo de negocio.[36] En lugar de imaginarse manteniendo relaciones de por vida con los clientes y sus comunidades, se reconvirtieron en proveedores de servicios de pago. Siempre habían originado hipotecas, pero normalmente se las habían vendido a las GSE. En vista de la presión a la que estaban sometidos, el mercado hipotecario, con sus múltiples niveles de originación, titulización, venta y administración parecía un puente natural entre sus actividades comerciales habituales y sus aspiraciones a entrar en el mundo de las altas finanzas. Pero para dedicarse a toda esa gama de actividades necesitaban una regulación más flexible. Tenían que desaparecer las limitaciones heredadas de la época del New Deal que separaban a la banca minorista de

la banca de inversión. El Departamento del Tesoro durante la Administración de Clinton, primero a cargo de Rubin y después de Larry Summers, les proporcionó lo que necesitaban. En 1999, se eliminaron las últimas regulaciones bancarias que quedaban de los años treinta. La fusión entre Citigroup y Bank of America inauguró una nueva época de banca universal estadounidense. El ascenso de la banca comercial a Wall Street era un modelo más conocido en la Europa continental que ahora se aplicaba en Estados Unidos.

El tercer grupo de protagonistas del *boom* hipotecario de principios de los años 2000 ya estaba en el negocio en los años noventa. Se trataba de entidades como Washington Mutual, un superviviente del desastre de las entidades de ahorro y préstamo, y entidades especializadas en hipotecas como Countrywide.[37] Al tratarse de proveedores de las GSE su modelo de negocio se limitaba a la creación de hipotecas. Pero ¿por qué poner coto a sus ambiciones? ¿Por qué no integrarse en la cadena completa? A finales de los años noventa y principios de los 2000, los tres grupos de bancos (los bancos de inversión, los bancos comerciales y las entidades de crédito hipotecario, siguieron esta lógica. En lugar de organizar su negocio hipotecario en torno a las GSE, se lanzaron a crear empresas integradas de titulización de hipotecas. Countrywide amplió de la creación a la titulización. Un gigante bancario como Citi se pudo establecer como proveedor en todas las etapas, originando, titulizando, vendiendo, manteniendo y negociando MBS. Aún más extraordinaria fue la evolución de bancos de inversión como Lehman y Bear Stearns, que anteriormente se habían definido por su lejanía de los clientes minoristas ordinarios. Ya en los años noventa Bear había añadido a su cartera una entidad emisora y una filial de préstamos hipotecarios para particulares; mientras Lehman había incorporado a su abanico de actividades cuatro pequeñas entidades hipotecarias.

A principios de los años 2000, las estrategias corporativas centradas en la titulación privada de hipotecas estaban plenamente implantadas. Sin embargo, Fannie Mae y Freddie Mac todavía disfrutaban de una posición dominante en el mercado gracias a su ventaja en materia de financiación. Lo que dio su oportunidad a la maquinaria de titulización al margen de las instituciones esponsorizadas por el gobierno fue otra sacudida en los tipos de interés junto con un contratiempo en las propias GSE.[38]

Cuando a la burbuja de las puntocom le siguió el *shock* del 11 de septiembre, la Fed bajó los tipos de interés al 1 %. Como pretendía claramente Alan Greenspan, los prestatarios se apresuraron a refinanciar la mayor cantidad posible de hipotecas a largo plazo a tipos más bajos. Para los prestamistas originales fue doloroso, pero desencadenó una oleada inmediata de consumo y generó un enorme incremento de los honorarios en la industria hipotecaria. El sector producía como nunca antes. Frente a 1 billón de dólares en hipotecas nuevas en 2001, en 2003 la creación de hipotecas se disparó a los 3,8 billones, de los que 2,53 billones eran refinanciación de hipotecas ya originadas. Durante este enorme *boom*, las GSE seguían siendo los actores principales. Continuaron monopolizando el mercado hipotecario. Su cuota de mercado alcanzó el máximo en 2003, con el 57 %. Pero en ese punto se estancó. Durante la gran oleada de actividad de principios de los años 2000, no todo era limpio en las GSE. Las irregularidades contables y regulatorias se acumulaban. Los reguladores, temerosos de otro Enron, impusieron primero a Freddie Mac y después a Fannie Mae requisitos adicionales de capital. Tenían que captar nuevo capital o reducir sus balances. Para asegurarse de que hicieran esto último, se impusieron límites al total de sus balances.[39] La puerta para los emisores privados estaba abierta.

Durante el *boom* de la refinanciación de Greenspan entre 2000-2003, las GSE no fueron las únicas que estuvieron ocupadas. El enorme incremento de las emisiones hizo que también hubiera multitud de negocios no convencionales y con mayor perfil de riesgo donde crecer. Sin embargo, lo decisivo fue lo que sucedió a principios de 2004, cuando los tipos de interés habían caído al mínimo, ya no había más margen para refinanciar hipotecas y el crecimiento de las GSE se vió frenado en seco. Con la cartera lista y a la espera, fue en ese momento cuando la emisión de hipotecas por parte de otros agentes se disparó. Tras dejar atrás el modelo centrado en las GSE de los años noventa, restaron prioridad a las hipotecas tradicionales en favor de los préstamos de alto riesgo: los préstamos *subprime* y algo mejores que los Alt-A.

Estos nuevos emisores descubrieron que si la emisión de las hipotecas era rentable, la de las *subprime* (literalmente por debajo de los estándares tradicionales o «prime») lo era aún más.[40] La ingeniería financiera era más complicada y se podía cobrar más por los servicios. Las técnicas de la banca de inversión en renta fija se aplicaban plenamente. Una parte

sorprendentemente grande de préstamos alternativos emitidos al margen de las GSE y empaquetados en MBS, todavía podía obtener la calificación AAA si se combinaba en productos estructurados. A fin de gestionar los riesgos, se industrializó la producción de permutas de cobertura de impago (CDS, por sus siglas en inglés), antes reservada a los bancos de inversión. Grandes aseguradoras como AIG ofrecían seguros CDS para exóticos productos titulizados. Dada la calidad de las hipotecas subyacentes, no todos los tramos eran buenos. Pero eso animó a los bancos de inversión a expandir el negocio de obligaciones de deuda garantizada (CDO, por sus siglas en inglés). Las CDO eran derivados basados en segmentos de préstamos intermedios reestructurados a partir de otros productos hipotecarios titulizados. Al combinarlos y separarlos por tramos, se podía conseguir que fondos compuestos por activos BBB generaran nuevos tramos de títulos con calificación AAA. Una vez hecho esto, se podía ir un paso más allá. Se podían coger los segmentos de préstamos intermedios de baja calificación de los CDO y agruparlos y volver a dividirlos por tramos para crear los llamados *CDO squared*. Y de nuevo, gracias a la lógica de diversificar riesgos y la buena voluntad de las agencias de calificación crediticia, incluso una parte de esos valores merecería una calificación AAA.

III

A principios de los años 2000, el sector hipotecario aguardaba el pistoletazo de salida. Tenía una nueva materia prima: las hipotecas titulizadas. Tenían mecánicos e ingenieros preparados. El fin del *boom* de la refinanciación de 2003 de las hipotecas convencionales precipitó la incursión hacia mercados de crédio de mayor riesgo. Para desencadenar la última fase del *boom*, se necesitaba un último ingrediente. Tenía que haber alguien interesado en comprar los bonos que se estaban generando por valor de centenares de miles de millones de dólares. De no haber existido demanda para atender a la oferta, el precio de los MBS habría bajado y las rentabilidades habrían aumentado haciendo subir los tipos deudores, lo que hubiera frenado el calentamiento del mercado de hipotecas. No solo no sucedió esto, sino que los tipos de interés a largo plazo se mantuvieron fijos y el diferencial (la prima que tenían que pagar los prestatarios de estos nuevos créditos hipotecarios) registró un descenso. Esto lleva a la tercera

transformación histórica que hizo posible el *boom* de los años 2000, un cambio no solo en el lado de la oferta, sino también en el de la demanda: la creciente demanda de activos seguros y la movilización de fondos de inversión para financiar hipotecas.[41] Es aquí donde la mecánica técnica de la banca hipotecaria vuelve a conectar con el tema central del ascenso de China, los mercados emergentes, la creciente desigualdad y la polarización de la riqueza en las economías desarrolladas.

Para entender esta relación, el mejor lugar para comenzar es volver al aspecto más escandaloso de los MBS, su calificación crediticia. La calificación AAA era importante porque los incluía en un tipo de activos como los títulos del Tesoro que atraía a inversores que buscaban activos seguros.[42] La AAA era un distintivo de calidad y, como cualquier certificado de este tipo, indicaba que si lo que se quería era seguridad, no había que buscar más. Este tipo de activos es lo más cercano a una posición neutral segura que puede ofrecer la inestable economía capitalista. Son muy deseados y en algunos casos los exigen legalmente todos los inversores con una aversión especial al riesgo y poca capacidad para llevar a cabo un análisis independiente de la solvencia del activo: fondos de pensiones, fondos monetarios, fondos de seguros, etc. Como ha señalado uno de los economistas expertos en la materia: «[C]asi toda la historia de la humanidad podría escribirse como la búsqueda y la producción de diferentes tipos de activos seguros».[43] Tal vez sea cierto, pero suscita la pregunta de qué estaba ocurriendo a finales de los años noventa y principios de los 2000 para que se produjera un enorme aumento de la demanda de activos seguros.

La primera parte de la respuesta es el desarrollo de los países emergentes desde los años noventa. Como consecuencia de sus superávits comerciales y su deseo de protegerse contra el riesgo de 1994-1998, querían contar con reservas que pudieran liquidar en caso de emergencia. Y los activos que más se adecuaban a esta situación eran los títulos del Tesoro a largo y corto plazo. A principios de los años 2000, China y otros países emergentes compraron todos los títulos del Tesoro que incluso los enormes déficits presupuestarios de la primera administración Bush podían proporcionar. A los economistas les preocupaba el desequilibrio por cuenta corriente resultante y la posibilidad de que se produjera una parada súbita catastrófica. A lo que no prestaron atención, porque no se ensuciaban las manos con tecnicismos como los MBS, fue al efecto que podía tener la afluencia de fondos de los mercados emergentes en los mercados

financieros. Los inversores de los mercados emergentes compraron primero títulos del Tesoro y después deuda de organismos federales emitida por las GSE. Esto obligó a otros inversores institucionales a buscar nuevas alternativas. El hueco lo llenó la ingeniería financiera. Si los fondos de pensiones, las compañías de seguros de vida y los gestores de los gigantescos fondos de inversión acumulados por corporaciones rentables y los superricos necesitaban activos seguros, los títulos con calificación AAA eran un producto que la maquinaria hipotecaria estadounidense podía proporcionar.

Reservas extranjeras e inversores institucionales compiten por los activos estadounidenses a corto plazo seguros (en miles de millones de $)

Cantidades pendientes:	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
Valores del Tesoro a corto plazo*	1.146	1.173	1.192	1.909	2.558	2.487
Títulos de organismos federales a corto plazo**	568	489	560	903	844	618
Total	**1.714**	**1.662**	**1.752**	**2.812**	**3.402**	**3.105**
(−) Tenencias oficiales extranjeras:						
Valores del Tesoro a corto plazo	216	193	181	273	562	nd
Títulos de organismos federales a corto plazo	112	110	80	130	34	nd
Total	**328**	**303**	**261**	**403**	**596**	**nd**
(−) Demanda de vehículos de inversión colectiva:						
Fondos de inversión colectiva (basado en datos disponibles)	1.771	2.120	2.216	1.834	2.041	1.911
Fondos de inversión colectiva (cálculo del volumen total)	3.120	3.735	3.852	3.467	3.596	3.432
Promedio	**2.445**	**2.927**	**3.034**	**2.650**	**2.818**	**2.672**
= Déficit de productos a corto plazo líquidos y seguros	**(1.059)**	**(1.568)**	**(1.543)**	**(241)**	**(12)**	**nd**

* Incluye bonos del Tesoro y valores del Tesoro con un vencimiento residual de un año o menos.
** Incluye pagarés con descuento de organismos federales.

Fuente: Zoltan Pozsar, «Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the US Banking System», *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 22, n.º 5 (2013), pp. 283-318, gráfico 5.

Una vez más, debemos ser cautos. La reestructuración de la demanda mundial de activos seguros denominados en dólares ayuda a explicar por

qué la cartera de hipotecas no dio lugar a un exceso de oferta de bonos AAA. Cuando los bonos de titulización de activos emitidos por entidades al margen de las GSE eran vendidos a inversores, poco más se oía hablar de ellos. Si el mercado empeoraba, figuraban en los balances como una entrada ilíquida y ya no se consideraban activos seguros. Hubo demandas contra bancos de inversión que habían reestructurado intencionadamente hipotecas poco solventes. Indudablemente, las pérdidas repercutieron en la asignación de inversiones y en las decisiones de gasto de millones de pensionistas, pero esto por sí solo no bastaba para causar una crisis financiera, con quiebras bancarias extendiéndose por todo el mundo. La comparación con la burbuja de las puntocom es instructiva. Generó un enorme aumento de la riqueza al que siguió un desplome y provocó una profunda depresión, pero no causó una crisis bancaria. El *boom* de las hipotecas *subprime* de principios de los años 2000 desembocó en una crisis financiera porque, contrariamente a la supuesta lógica de la titulización, centenares de miles de millones de MBS emitidos por múltiples entidades de crédito y bancos de inversión no se distribuyeron fuera del sistema bancario, sino que se acumularon en los balances de los originadores de hipotecas y de las propias entidades que titulizaban estos productos.[44]

¿Por qué acabaron las entidades de titulización manteniendo su propio producto? En parte se debió al sistema de producción. La titulización generaba algunos tramos atractivos y otros que no lo eran tanto. Era necesario mantener los menos atractivos fuera del mercado. Además, los bancos que gestionaban las carteras creían en su propia propuesta de negocio. Poseer MBS era muy rentable a los costes de financiación vigentes. Los bancos en la cadena de suministros de hipotecas eran los que generaban los beneficios. Así que, ¿por qué no enriquecerse también? Era una opción. No todos los bancos lo hicieron. Los que asumieron mayores riesgos fueron los grandes originadores de hipotecas y los bancos comerciales más agresivos en su crecimiento (Citigroup, Bank of America y Washington Mutual) y los dos bancos de inversión más pequeños y con un abanico de actividades más limitado: Lehman y Bear Stearns. Por el contrario, J. P. Morgan empezó a reducir su cartera de hipotecas ya en 2006 y compró toda la protección que pudo en el mercado de CDS. Goldman Sachs fue más allá de la cobertura para hacer una gran apuesta por un desplome inminente del mercado inmobiliario.[45]

Su cautela era fácil de justificar a tenor del tipo de negocio que implicaban los préstamos *subprime*. Pero también reflejaba una consideración más básica. La acumulación de un gran balance de MBS no solo entrañaba riesgos en el activo. También incluía ampliar el pasivo del banco. Y eso nos lleva al verdadero centro de la crisis de 2007-2008. Si la cadena de producción de hipotecas estaba manteniendo en su balance MBS y ABS*por valor de centenares de miles de millones, ¿cómo se financiaban? Una vez más, la respuesta está en el nuevo modelo de banca de inversión. Aunque una entidad hipotecaria advenediza como Countrywide no tenía depositantes, tampoco los tenía Lehman. Lehman obtenía su financiación recurriendo a los fondos de inversión y otros vehículos de inversión colectiva y lo mismo hacían las nuevas entidades hipotecarias, incluida Lehman. Este fue el mecanismo letal que causó la crisis. El dinero de estos fondos comunes del mercado monetario se canalizó hacia la financiación de grandes balances de MBS.

El mecanismo más importante para financiar las carteras de hipotecas eran los pagarés de empresa titulizados (ABCP, por sus siglas en inglés).[46] Los tres principales emisores estadounidenses de ABCP eran Bank of America, Citigroup y J. P. Morgan. Los vehículos utilizados para gestionar estas operaciones eran los vehículos de inversión estructurada (SIV, por sus siglas en inglés), entidades jurídicas a las que sus «*sponsors*» transferían un capital mínimo, pero independientes de los balances de sus bancos matrices. El banco matriz descargaba en estos SIV una gran cartera de obligaciones hipotecarias, préstamos para vehículos, deuda de tarjetas de crédito o deuda estudiantil. Los SIV pagaban al banco matriz por los valores con fondos procedentes de la emisión de ABCP. Se trataba de pagarés a tres meses respaldados por los activos de los SIV y la buena reputación del banco matriz. Aunque los SIV no tenían antecedentes, podían emitir pagarés de empresa a precios competitivos gracias al valor de los títulos que contenían y a que se suponía que contaban con el respaldo del banco que los esponsorizaba. Curiosamente, de acuerdo con las regulaciones bancarias vigentes hasta principios de los años 2000, los activos fuera de balance de los SIV podían respaldarse con una fracción del capital que sería necesario si figuraran en el balance. Inflar el balance era arriesgado, pero aumentaba la rentabilidad sobre el capital. Se podían obtener aún más beneficios aprovechando el diferencial entre los rendimientos a largo plazo y los costes de financiación a corto plazo. Por lo general, un vehículo de ABCP poseía

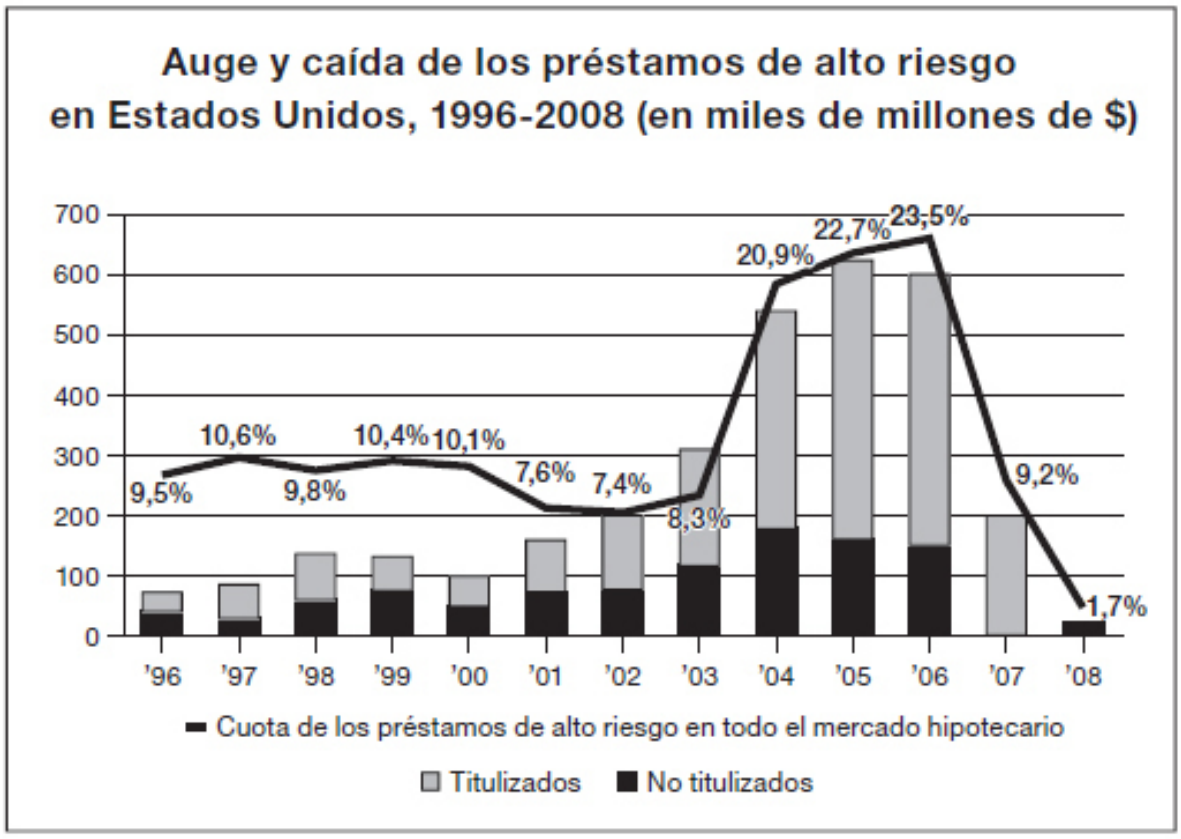
una cartera de valores con vencimientos a entre tres y cinco años y los financiaba vendiendo pagarés de empresa reembolsables en un plazo de entre tres meses y solo unos pocos días. Para los gestores de fondos comunes, los pagarés de empresa eran más atractivos que los valores subyacentes porque eran a muy corto plazo y estaban respaldados por un banco comercial de renombre. Para los bancos matrices, el diferencial entre el rendimiento del cóctel de activos de alto riesgo de los SIV y el bajo interés aplicado a los ABCP de alta calificación era muy atractiva.

El modelo de SIV-ABCP conlleva un cierto desfase entre los vencimientos que la banca de inversión llevó al extremo. Todo el modelo de negocio de los bancos de inversión se basaba en la financiación mayorista. El vehículo más elástico para conseguirla eran los pactos de recompra o repos. En un repo, un banco compra un valor y paga la compra revendiéndolo de inmediato por un período de entre solo una noche y hasta tres meses, con una promesa de recompra a determinado precio. En la práctica es un acuerdo de financiación a corto plazo garantizado. Los bancos de inversión compraban 100 millones de dólares en valores y efectuaban un repo con un fondo de inversión u otro banco. La parte que realizaba el repo pagaba un pequeño cargo por intereses al inversor con el que hacía la operación. También aceptaba un recorte de valoración. A cambio de 100 millones de dólares en títulos del Tesoro, no recibía el valor total, sino solo 98 millones en efectivo. También los recompraba por 98 millones. Entre tanto, el recorte de valoración determinaba qué cantidad de su propio dinero tenía que aportar el banco de inversiones para mantener los valores y, por tanto, el apalancamiento del acuerdo.[47] Un recorte del 2 % significaba que para financiar la compra de 100 millones de dólares en valores y recibir el interés pagado sobre esos bonos, un banco necesitaba 2 millones de sus propios fondos. El resto podía obtenerlo con el repo. Mediante este mecanismo, una pequeña parte del capital podía respaldar un balance mucho más grande, a menos, naturalmente, que el repo se pudiera «renovar» varias veces y que el recorte no aumentara repentinamente.

En los años 2000, las garantías aportadas en los mercados de repos de Nueva York ascendían a varios billones de dólares al día. Se dividía en dos mercados: el de repos bilaterales y el de repos tripartitos. Ambos eran mercados OTC, al margen de los mercados organizados como la Bolsa, a los que los bancos centrales y los reguladores supervisaban vagamente. Los mejores datos de que disponemos son los de los repos trilaterales, en los

que la operación la gestionaba un tercero (ya fuera JPMorgan Chase o Bank of New York Mellon), que mantenía la garantía durante la duración del repo.[48] En un repo tripartito, la garantía utilizada era de máxima calidad, casi exclusivamente títulos del Tesoro o MBS de organismos federales. Dada la protección adicional, en el mercado de repos tripartitos era donde operaban los fondos de inversión colectiva como los fondos monetarios. Los repos tripartitos no se usaban para financiar MBS emitidos al margen de las garantías públicas, que se podían financiar en el mercado de repos bilaterales. Los datos disponibles indican que el mercado de repos bilaterales era tres veces más grande que el segmento de los repos tripartitos.[49] Como quienes operaban el mercado bilateral solían ser bancos de inversión y fondos de cobertura, los tipos de activos aceptables como garantía eran más variados. Era así, junto con los ABCP y diversos tipos de préstamos interbancarios y sin garantía, como los bancos de inversión financiaban sus carteras de MBS y CDO. Dada la amplia variedad de garantías, los recortes en el mercado de repos bilaterales oscilaban en la primavera de 2007 entre el 0,25 % para los títulos del Tesoro estadounidense y el 10 % o más para los préstamos garantizados por activos de calidad inferior o *subprime*.

Como en el caso de los pagarés de empresa, los repos estaban expuestos a un serio riesgo de financiación. Podían no ser renovados. En concreto, el riesgo consistía en que si se consideraba que un banco de inversiones como Lehman o Bear había sufrido grandes pérdidas en alguna parte grande de su cartera (ya estuviera financiada por pagarés comerciales, repos bilaterales u otros tipos de préstamos interbancarios), se enfrentaba a una pérdida general de confianza. Se le consideraría inelegible como contraparte en el mercado de repos tripartitos y quedaría excluido de un canal de financiación que era vital. El riesgo potencial era enorme. En Lehman, al final del ejercicio económico de 2007, el 50 % de su balance de 691.000 millones de dólares se financiaba mediante repos. En Goldman Sachs, Merrill Lynch y Morgan Stanley, el porcentaje era del 40 %.[50] Si alguno de estos bancos de inversión llegara a perder el acceso a los mercados de repos, se derrumbaría de golpe, arrastrando consigo todo su balance, no solo sus MBS, sino también su cartera de derivados, y sus *swaps* de divisas y de tipos de interés.



Nota: El porcentaje titulizado se define como los bonos de alto riesgo emitidos divididos por las originaciones en un año determinado. En 2007, los bonos emitidos superaron a las originaciones.
Fuente: Inside Mortgage Finance.

IV

Con tantos intereses en juego, la expansión en Estados Unidos del crédito hipotecario en la fase final del *boom* fue espectacular, por no decir grotesca. Entre 1999 y 2003, el 70 % de las nuevas hipotecas concedidas en Estados Unidos seguían siendo préstamos convencionales conformes con las pautas de las GSE. Con el fin del auge de la refinanciación, esta dinámica cambió. En 2006, el 70 % de las hipotecas nuevas eran de alto riesgo u otros préstamos no convencionales destinados a la titulización no por las GSE, sino como MBS. Tanto en 2005 como en 2006, se concedieron hipotecas subestándard (o *subprime*) por valor de 1 billón de dólares frente a los 100.000 millones de 2001. Fannie Mae y Freddie Mac luchaban por no quedarse atrás y compraron hipotecas titulizadas no concedidas por organismos por valor de 300.000 millones de dólares para mantener en sus propias carteras. Las GSE no fueron las impulsoras; se vieron arrastradas.

Competían con advenedizos como Countrywide, que en 2006 fue el responsable de la originación del 20 % de todas las hipotecas estadounidenses.[51] Competían con un banco de inversión ultrasofisticado como Lehman Brothers, que había reunido toda una cartera. En 2005, dos terceras partes de las hipotecas contenidas en la emisión de 133.000 millones en MBS/CDO de Lehman procedían de los emisores de sus propios préstamos *subprime*. Uno de los grandes de Wall Street estaba escarbando las migajas del pastel del crédito.

El mensaje que esto trasladaba a la cadena alimentaria era simple: queremos más deuda hipotecaria para procesar, y cuanto peor sea su calidad, mejor. Gracias a la lógica mágica de la diversificación por tipo de activo (y calidad), cuanto peor era la calidad de la deuda que se incorporaba al proceso de mancomunación y reestructuración en tramos, más espectacular era el resultado. Una parte sustancial de las deudas con alta rentabilidad y baja calificación se convertían en AAA. En todo *boom* cabe esperar un comportamiento irresponsable, casi criminal o claramente fraudulento. Pero el mecanismo de titulización hipotecaria provocó de manera sistemática esta competencia por reducir al mínimo la calidad de los préstamos hipotecarios. Era la diferencia entre la alta rentabilidad de los activos subyacentes incluidos en el conjunto de activos de garantía y el bajo interés pagado a los inversores que compraban los bonos de titulización de activos con calificación AAA lo que generaba los beneficios. Desde 2004, la documentación de la mitad de las hipotecas de alto riesgo que se incorporaban al sistema era incompleta o inexistente, y el 30 % eran préstamos que no incluían retorno del principal a personas que no tenían posibilidades de afrontar los pagos.[52]

Las agencias de calificación se enfrentarían posteriormente a preguntas incisivas acerca de su complicidad en este proceso. No ayudó que fueran pagadas por los bancos para los que calificaban los bonos y que las tres grandes agencias de calificación compitieran entre sí por ofrecer la vía más simple y barata para conseguir la calificación AAA. En su defensa sostendrían que estaban aplicando fórmulas de probada eficacia que contaban con la aprobación de los economistas más inteligentes del país. Sin embargo, el pago estaba supeditado a los resultados. Fitch, que aplicaba un modelo de evaluación de riesgos que generaba una cantidad menor de los ansiados bonos con calificación AAA, se vio excluido en gran medida del negocio de la titulización de préstamos de alto riesgo.[53] Según revelaron

posteriormente las investigaciones del Congreso, el personal de las agencias de calificación Moody's y S&P era plenamente consciente del monstruo que estaba creando. Un experto en calificaciones le comentó a otro en un correo electrónico enviado en diciembre de 2006: «Confío en que seamos todos ricos y estemos jubilados cuando se derrumbe este castillo de naipes. :o)».[54]

Indudablemente, algunas personas se estaban enriqueciendo. En los años ochenta y finales de los noventa, la banca de inversión había obtenido grandes beneficios. Ahora todos estaban ganando dinero. A principios de los años 2000, el sector financiero obtuvo el 35 % de todos los beneficios de la economía estadounidense. En la cúspide, las cifras eran astronómicas. Aunque durante los años noventa las firmas de Wall Street se habían convertido en empresas cotizadas, en la práctica seguían operando como compañías de capital privado. La regla era que la mitad de los ingresos una vez descontados los costes de intereses se reservara para las remuneraciones del personal y la otra mitad se pagara a los accionistas. El ejercicio económico de 2006 generó 60.000 millones de dólares en bonificaciones para los financieros de Nueva York y la cifra ascendió a 66.000 millones en 2007.[55] En el caso de los directivos de la banca de inversión, esto se traducía en decenas de millones de dólares para cada uno. Richard Fuld, el director ejecutivo que impulsó el espectacular crecimiento de Lehman desde 1994, ganó 484.800 millones entre salario y bonus entre 2000 y 2008. La cifra era impresionante, pero para comprender la psicología de quienes gestionaban el sistema, se ha de tener en cuenta que hasta los principales bancos de inversión sabían que no eran los verdaderos reyes del juego. Sus remuneraciones eran insignificantes en comparación con las de los gestores de fondos de cobertura con los que operaban en los mercados de corretaje, repos y ABCP. En los fondos de cobertura y los fondos Private Equity, se podían ganar centenares de millones o incluso miles de millones de dólares al año. En 2007 los seis principales gestores de Hedge Fund ganaron al menos mil millones de dólares cada uno en retribuciones.

La codicia tampoco se limitaba a la cúspide. Sin duda, muchos prestatarios de hipotecas fueron víctimas de un proceso que los engañó de manera reiterada y tenía todo el interés en hacerlo. Pero una vez que un mercado inmobiliario pasa de un estado de equilibrio a un *boom*, todo el mundo se convierte inevitablemente en especulador. Cuando las plusvalías eran las esperadas, el significado de la propiedad de la vivienda cambiaba.

Los propietarios, quisieran o no, estaban adoptando una posición especulativa. En la parte inferior de la escala, quienes habían accedido a la vivienda contrayendo créditos hipotecarios a tipos variables y con una calificación crediticia baja especulaban que el valor de sus propiedades aumentaría tanto, que su patrimonio bastaría para poder refinanciarse con mejores condiciones. Los que estaban más arriba en la escala se entregaron a una orgía de especulación inmobiliaria. En 2006, una tercera parte de las nuevas hipotecas concedidas en Estados Unidos eran para una segunda, tercera o incluso cuarta vivienda. En los llamados «estados burbuja» (Florida, Arizona, California) el porcentaje ascendía al 45 %.[56] Obviamente, no se trataba de las fortunas amasadas en Wall Street o la costa de Connecticut, pero la especulación inmobiliaria se había convertido en un deporte de masas.

Financiación de los ABS (emitidos banca inversión) y bonos corporativos estadounidenses pendientes en 2007 Q2 (en miles de millones de $)

	BTA de etiqueta privada		Bonos empresariales	
	Cantidad	%	Cantidad	%
Total pendiente	5.213	100%	5.591	100%
Financiación a corto plazo				
ABCP	1.173	23%		
Tenencia directa				
FMM	243	5%	179	3%
Prestamistas de bonos	502	10%	369	7%
Repos				
FMM	31	1%	42	1%
Prestamistas de bonos	165	3%	121	2%
Total a corto plazo	2.113	41%	711	13%

Fuente: Arvind Krishnamurthy, Stefan Nagel y Dmitry Orlov, «Sizing Up Repo», *Journal of Finance*, 69, n.º 6 (2014), pp. 2381-2417, tabla II.

Si nos centramos en este segmento del mercado que realmente era un producto de la burbuja, en el verano de 2007 se habían emitido en total 5,213 billones en bonos de titulización de activos de etiqueta privada, es decir, MBS generados a partir de hipotecas *subprime* y deuda de tarjetas de crédito, préstamos estudiantiles y préstamos auto. De este total, el componente más peligroso, los MBS (*subprime*), ascendía a 1,3 billones de

dólares. Aunque estos 1,3 billones «solo» eran el 12 % de todo el mercado hipotecario de Estados Unidos, se habían generado solo desde 2003. De la suma total de 5,13 billones, más de 3 billones se habían colocado a inversores a largo plazo y 700.000 millones directamente a fondos de inversión o bancos de inversión. Pero los bancos poseían 1,173 billones en MBS que financiaban fuera de balance emitiendo ABCP. Como resultado, los ABCP se habían convertido en el mayor instrumento a corto plazo del mercado monetario para los inversores que querían inmovilizar dinero en efectivo durante menos de tres meses. El mercado de ABCP era aún más grande que el de las letras del Tesoro a corto plazo emitidas por el Gobierno estadounidense para gestionar su flujo de caja. Si había un canal a través del cual la crisis inmobiliaria podía transmitirse hacia el exterior y desencadenar una crisis financiera mundial, era este: el ABCP, el lugar en el que convergen los MBS de etiqueta privada y la financiación mayorista.

V

Cada año, en agosto, la élite de los bancos centrales y la economía mundial se reúne en un complejo turístico en Jackson Hole, Wyoming. En agosto de 2005, el tema de la conferencia no era la crisis que se estaba gestando en el mercado de la vivienda estadounidense, sino una celebración en honor del presidente saliente de la Fed, Alan Greenspan. La mayoría de las conferencias fueron convenientemente optimistas, pero hubo una que desentonó. Fue la que impartió Raghuram G. Rajan, nacido en la India, pero un miembro de pleno derecho de la élite económica estadounidense, profesor en la Escuela de Negocios Booth de Chicago y economista jefe del FMI. Su ponencia llevaba el herético título de «Has Financial Development Made the World Riskier?».[57] A Rajan le preocupaba que la enorme expansión de la intermediación financiera moderna estuviera creando una nueva y peligrosa propensión al riesgo. El mensaje no fue bien recibido en la fiesta de despedida de Greenspan. Larry Summers reprendió a Rajan. Summers esgrimió su autoridad como ex secretario del Tesoro y se presentó como «alguien que ha aprendido mucho sobre este tema de Alan Greenspan [...] y [...] que encuentra que la premisa básica y ligeramente ludita de esta ponencia es muy desacertada».[58] Poner de relieve los riesgos del complejo sistema financiero moderno, como estaba haciendo con poco tacto Rajan,

era invitar a la «restricción» y a otras «políticas equivocadas». Sería como renunciar a viajar en avión por miedo a los accidentes.

Esta respuesta de Summers, su advertencia de que el mero hecho de hablar de los riesgos dentro de sistema equivalía a instigar reacciones políticas peligrosas y a oponerse al progreso tecnológico, era representativa de las actitudes que habían promovido una mayor desregulación durante cuarenta años. Las primeras medidas realmente decisivas se remontaban al resurgimiento de un mercado mundial de capitales en los años sesenta, el derrumbe de Bretton Woods, y la desregulación de los tipos de interés y los flujos de capitales a principios de los años ochenta.[59] Fueron estas medidas las que generaron la inestabilidad monetaria y precipitaron la subida de los tipos de interés de Volcker. Esta confusión fue la que obligó a innovar en el mercado de la vivienda y dio origen a la nueva e hiperactiva generación de bancos de inversión de Wall Street. Los competitivos flujos de capital desencadenados conducirían a todo lo que vino después. Rubin y Summers aportaron un toque personal con la Ley de Modernización de los Servicios Financieros de 1999, que acabó con las últimas restricciones para la fusión entre la banca *retail* y la de inversión. Meses después de su salida del Tesoro, Rubin regresó a la banca en Citigroup. Summers tardó un poco más en incorporarse a Wall Street, pero un año después del enfrentamiento con Rajan en Jackson Hole, entró en el Hedge Fund D.E. Shaw como director gerente a tiempo parcial.

La reacción de Summers contra Rajan es aún más reveladora porque las señales de estrés en la economía mundial eran evidentes. En el ámbito de la política macroeconómica, el propio Summers estaba dispuesto a dar la voz de alarma al hablar de un equilibrio del terror financiero. La recomendación habitual de endurecer la política fiscal podría haber ayudado. Pero esta apuntaba lejos de donde realmente estaba la tensión: en el sistema financiero. En realidad, desde el punto de vista de la estabilidad financiera, habría sido deseable que una cantidad mayor de los títulos con calificación AAA en circulación hubiera sido realmente deuda del Gobierno estadounidense en lugar de productos de ingeniería financiera. En última instancia, era conveniente argumentar en el plano de los agregados macroeconómicos. Era muy fácil pedir que un presidente republicano cambiara de rumbo. Lo era mucho menos cuestionar el *boom* del precio de la vivienda y el gigantesco edificio que Wall Street había erigido sobre él.

Los defensores eran mucho más numerosos que las Casandras, y no solo en Jackson Hole. El *lobby* de la industria hipotecaria hizo su trabajo. David Lereah, el economista jefe de la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios, contribuyó con un libro titulado *Why the Real Estate Boom Will Not Bust*.[60, 61] Analistas conservadores como Larry Kudlow, el redactor jefe de economía de *National Review*, arremetió contra «todos los cabezas de chorlito que esperan que el desplome del precio de la vivienda en Las Vegas o Naples, Florida, hundan al consumidor, al resto de la economía y todo el mercado bursátil».[62] Kudlow no tenía de qué preocuparse. Las autoridades no tenían mucha prisa por contener el *boom*.

Tras la caída de Enron, hubo brevemente cierta presión a favor de una mayor regulación. Se habló de exigir a los espónsores y emisores de los SIV fuera de balance que los respaldaran con más capital. La sola amenaza bastó para frenar el crecimiento del sector de los ABCP. Moody's advirtió a los inversores de que los bancos podrían enfrentarse al fin de una de sus fuentes de financiación más accesibles. Pero en julio de 2004, cuando los préstamos de *subprime* estaban cobrando fuerza, los reguladores accedieron a establecer una exención permanente que en la práctica permitía que los activos de los SIV estuvieran respaldados solo por el 10% del capital que habría sido necesario si los activos figuraran en los balances de los propios bancos. Esto era especialmente atractivo para los grandes bancos comerciales, como Citigroup y Bank of America, que estaban sujetos a una regulación de capital relativamente estricta, lo que los colocaba en una clara situación de desventaja frente a los bancos de inversión, mucho menos regulados. Tras este cambio en la regulación, el mercado de los ABCP se disparó de los 650.000 millones de dólares a más de un 1 billón.[63] En el verano de 2007, solo Citigroup estaba garantizando 92.700 millones en ABCP, suficiente para acabar con todos sus fondos propios.

Más que los grandes gestos de desregulación, como la ley de 1999, este tipo de cambio regulador a pequeña escala fue lo que suprimió las trabas para el crecimiento de la banca paralela o «Shadow banking». Lo mismo aplica para los repos. Tradicionalmente, los repos habían estado limitados por el hecho de que entre las categorías de activos que estaban exentas de suspensión automática en caso de bancarrota solo figuraban los valores del gobierno y de organismos federales estadounidenses, los certificados de depósito y las imposiciones bancarias. Si se usaban estas clases de valores como garantías en repos, en caso de bancarrota se podían utilizar de

inmediato y subsanar las pérdidas. En 2005, la Ley de Prevención de Abuso de Quiebras y Protección al Consumidor otorgaba mucha más protección a los acreedores frente a los deudores morosos, lo que, paradójicamente, incrementó su disposición a conceder préstamos. Pero también amplió la garantía en los repos provistos de protección especial para incluir a los préstamos hipotecarios y los títulos vinculados a hipotecas. No sorprende que, tras la entrada en vigor de la ley, se produjera un aumento de los repos bilaterales garantizados con activos atípicos.[64]

¿Podría haber contenido la Fed la burbuja con una política de tipos de interés más dura? Las bajadas de Greenspan a principios de los años 2000 habían desencadenado la expansión del crédito. En realidad, había sido la intención de Greenspan para impulsar un *boom* de la refinanciación y así facilitar la recuperación tras la caída de las puntocom y de la conmoción del 11 de septiembre. Pero de lo que la Fed no se percató fue del cambio estructural que el *boom* de la refinanciación provocaría en la maquinaria hipotecaria. En 2004, era evidente que había llegado la hora de subir los tipos. En diecisiete pequeños pasos, la Fed subió los tipos del 1 % en junio de 2004 al 5,25 % en junio de 2006. Fue un ajuste, sin conmoción ni pavor. El auge hipotecario siguió adelante, al igual que la demanda mundial de activos estadounidenses seguros y la expansión del sector bancario en la sombra. En la primavera de 2006, el resultado fue que la curva de rendimientos se invirtió, alarmando a muchos analistas. Los tipos de interés a largo plazo estaban por debajo de los tipos a corto plazo fijados por la Fed. Normalmente, esto era una señal de problemas. Significaba que el modelo normal de financiación bancaria, pedir prestado a corto plazo para prestar a largo plazo, no tenía sentido.

Con el tiempo, la inversión de la curva de rendimientos podría haber provocado una recesión. Sin embargo, no fueron ni Greenspan ni Bernanke quienes acabaron con el *boom* hipotecario. Lo hizo él solo. En 2005, era evidente que la deuda hipotecaria de baja calidad era una bomba de relojería. Muchos de los préstamos hipotecarios de alto riesgo eran hipotecas globo, cuyos tipos aumentaban rápidamente tras un período de dos o tres años. En 2007, la típica hipoteca estadounidense de interés variable preferida por los prestatarios de bajos ingresos estaba sufriendo un reajuste del tipo anual del 7-8 % al 10-10,5 %.[65] Como comprendieron operadores como Greg Lippmann del Deutsche Bank, entre agosto de 2006 y agosto de 2009, 738.000 millones de dólares en hipotecas

experimentarían un «*shock* de pago».[66] Cuando los pagos de intereses escalonados se dispararan, sería más o menos inevitable una oleada de impagos. Una vez que empezara, solo era cuestión de tiempo que los precios de las viviendas dejaran de subir y el mercado cambiara. En ese momento, millones de inversiones inmobiliarias especulativas fallarían. Las familias perderían sus casas. Miles de MBS se enfrentarían al impago y quien tuviera un seguro se haría rico. En el extenso documento de Lippmann en el que abogaba por que el Deutsche Bank redujera su exposición a MBS no había ninguna mención al ajuste de la Fed. La máquina de las hipotecas de alto riesgo tenía incorporado un temporizador. Salvo que los precios de la vivienda siguieran subiendo a un ritmo sin precedentes, se activaría sin piedad y frenaría el *boom* en seco.

La primera ronda de ese ajuste se empezó a notar en las comunidades con mayor estrés de Estados Unidos ya en 2006. Las tasas de impago aumentaban. No pasaría mucho tiempo antes de que la calificación AAA otorgada a los CDO de calidad más baja se pusiera en duda. Para aprovecharlo, un grupo creciente de inversores inconformistas empezó a acumular las posiciones «big short» que los harían famosos. Entre quienes hicieron la jugada figuraban Lippmann del Deutsche Bank, J.P. Morgan, Goldman Sachs y un grupo de fondos de cobertura. Para ello compraron CDS, derivados concebidos para ofrecer protección contra el riesgo de impago. Anticipándose al naufragio, los titulares de posiciones «big short» estaban haciendo reservas anticipadas en el bote salvavidas. Podían mantener el seguro hasta que los bonos sufrieran impago y se efectuara su desembolso o podían vender sus posiciones con enormes beneficios a prestamistas que estuvieran desesperados por conseguir protección frente a los impagos. Era una cuestión de oportunidad y el problema era la financiación. Tomar una posición larga en CDS cuando la opinión de la mayoría seguía siendo impulsar el mercado era una propuesta cara y angustiosa. Te situabas en el otro lado de la última oleada de ABCP y pactos de recompra. En el verano de 2007, Chuck Prince, el director ejecutivo de Citigroup aún seguía diciendo a los periodistas que «mientras siga la música, hay que seguir de pie y bailar. Y todavía estamos bailando».[67] La cuestión era qué iba a suceder cuando la música dejara de sonar.

Capítulo 3
LAS FINANZAS EN EL ESCENARIO ATLÁNTICO

A los estadounidenses les gustaba pensar que sus problemas eran nacionales y los extranjeros estaban encantados de coincidir. Cuando la crisis hipotecaria se propagó como un virus letal por las zonas urbanas de Estados Unidos en 2007-2008, los analistas europeos adoptaron el discurso de que se trataba de una crisis nacional estadounidense. El capitalismo financiero «salvaje», al igual que la guerra de Irak y la negación del cambio climático, formaban parte de una variante angloestadounidense y tóxica de la modernidad.[1] Al desatarse la tormenta en 2008, la *schadenfreude* entre los políticos europeos era evidente. Las frases amables en la ONU solo arañaban la superficie. El 16 de septiembre de 2008, mientras Wall Street colapsaba, Peer Steinbrück, el duro ministro alemán de Hacienda, del SPD, compareció en el Bundestag para anunciar que el sistema financiero mundial se enfrentaba a una crisis originada en Estados Unidos de la que Alemania se había salvado hasta el momento. «La ideología del *laissez-faire* estadounidense», practicada durante la crisis de las hipotecas de alto riesgo, «era tan simplista como peligrosa», les dijo más tarde a los parlamentarios alemanes. Cabía esperar que Estados Unidos no tardara en perder su condición de superpotencia financiera.[2] El presidente francés Sarkozy entonó la misma melodía. Recién llegado de Nueva York, Sarkozy, al que en el pasado se había considerado un verdadero discípulo del capitalismo atlántico, dijo el 25 de septiembre ante una audiencia en Tolón que «la idea de que los mercados siempre tienen razón es descabellada [...] el *laissez-faire* se ha acabado. El todopoderoso mercado que siempre sabe más se ha acabado».[3] Y en caso de que alguien se preguntara de dónde venía esta idea descabellada, Giulio Tremonti, el locuaz ministro de Finanzas de Silvio Berlusconi, alardeó de que al sistema bancario italiano le iría bien porque «no se hablaba inglés».[4] Resultaba conveniente, pero se trataba de un autoengaño. El sistema estadounidense de hipotecas titulizadas había sido diseñado desde un principio para atraer capital

extranjero a los mercados financieros estadounidenses y los bancos extranjeros no habían tardado en ver una oportunidad.

I

Los estadounidenses se habían acostumbrado desde los años ochenta a la idea de que los asiáticos (primero los japoneses y por entonces los chinos) eran los principales tenedores de su deuda pública. Esa era la preocupación que atormentaba al Proyecto Hamilton. Con lo que no contaban era con que los extranjeros poseían gran parte del parque de viviendas estadounidenses. En 2008, aproximadamente una cuarta parte de todas las hipotecas titulizadas estaban en manos de inversores extranjeros. Fannie Mae y Freddie Mac financiaron 1,7 billones de dólares de su cartera de 5,4 billones en bonos de titulización hipotecaria vendiendo bonos a extranjeros. China era con diferencia el mayor inversor extranjero en estos «bonos estatales», con unos activos estimados en 500.000-600.000 millones de dólares.[5] Pero en el segmento con más riesgo del negocio de las hipotecas titulizadas quienes lideraban eran los europeos, no los asiáticos.[6]

En el caso de los MBS de alto riesgo subestándard, aquellos que no estaban respaldados por Fannie Mae o Freddie Mac, la participación en poder de inversores extranjeros era del orden del 29%.[7] En 2006, en el momento álgido del auge de la titulización hipotecaria en Estados Unidos, una tercera parte de los MBS de etiqueta privada de nueva emisión estaban respaldados por bancos británicos o europeos.[8] El segmento de la cadena de titulización en el que los bancos europeos tenían una importancia crucial era también el eslabón más débil de la cadena, los ABCP (por su siglas en inglés). En el verano de 2007, aunque era Citigroup el que tenía la mayor exposición a SIV fuera de balance, los bancos europeos dominaban el mercado. En total, dos terceras partes de los pagarés emitidos tenían patrocinadores europeos, incluido el 57 % de los pagarés denominados en dólares. Los bancos europeos estaban bien considerados por las agencias de calificación, pero no tenían grandes bases de depósitos en dólares. Si querían aprovechar el *boom* de los MBS, necesitaban acudir al mercado mayorista.

Ubicación del espónsor y moneda de financiación de los ABCP (en millones de dólares)

Moneda/Ubicación del patrocinador	Dólar EE. UU.	Euro	Yen	Otras	Total
Bélgica	30.473	4.729	0	0	35.202
Dinamarca	1.796	0	0	0	1.796
Francia	51.237	23.670	228	557	75.692
Alemania	139.068	62.885	0	2.566	204.519
Italia	1.365	0	0	0	1.365
Japón	18.107	0	22.713	0	40.820
Países Bajos	56.790	65.859	0	3.116	125.765
Suecia	1.719	0	0	0	1.719
Suiza	13.082	0	0	0	13.082
Reino Unido	92.842	62.298	0	3.209	158.349
Estados Unidos	302.054	0	0	2.996	305.050
Total	**714.871**	**219.441**	**22.941**	**12.444**	**969.697**

Fuente: Viral V. Acharya y Philipp Schnabl, «Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-09», *IMF Economic Review*, 58, n.º 1 (2010): pp. 37-73, gráfico 15. Basado en datos de Moody's.

Entre los espónsores europeos destacaban especialmente las entidades financieras alemanas y lo más llamativo era el banco alemán involucrado. El Deutsche Bank, el gigante financiero alemán, fue un actor principal en Wall Street. No es una casualidad que ocupara un lugar tan prominente en la exitosa crónica de la crisis de Michael Lewis, *La gran apuesta*, o en la investigación posterior del Senado.[9] El Dresdner Bank, el número dos de Alemania, también estaba muy expuesto al mercado financiero estadounidense. Pero fueron los Landesbanken alemanes, los bancos regionales más pequeños, los que se lanzaron de cabeza a la aventura estadounidense. A principios de los años 2000, los Landesbanken fueron despojados, a instancias de Bruselas, de las garantías estatales locales que reducían sus costes de financiación. Respondieron apostando por la arriesgada ingeniería financiera. Los bancos del antiguo corazón industrial de Alemania, como Sachsen-Finanzgruppe, WestLB e IKB de Düsseldorf, hicieron una apuesta arriesgada por la inversión en crédito hipotecario estadounidense. Al menos cuatro patrocinadores alemanes (Sachsen,

WestLB, IKB y Dresdner) tenían una exposición a ABCP lo suficientemente grande como para perder su capital propio varias veces.

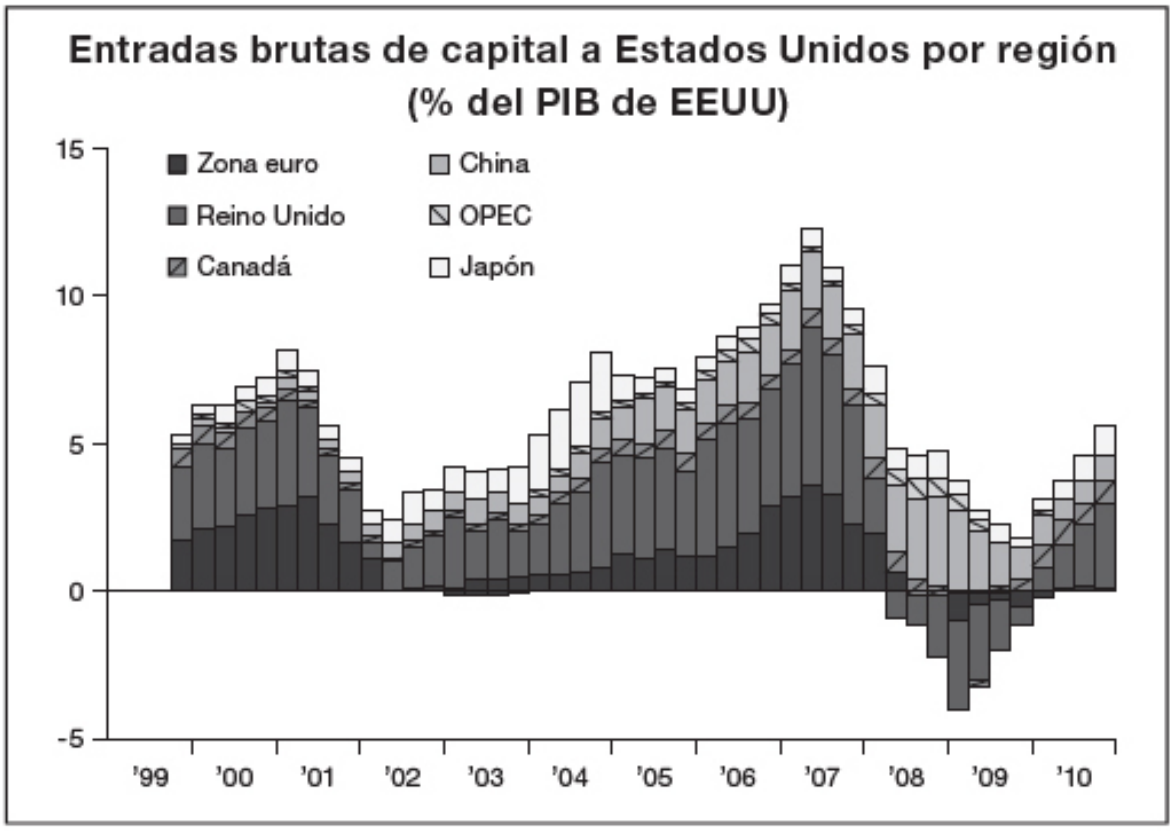
Los bancos europeos tampoco se limitaron a negociar valores. Los europeos también se unieron a sus homólogos estadounidenses y optaron por desarrollar sus propias filiales para la creación de hipotecas. Al fin y al cabo, si podía hacerlo un banco de inversiones de Wall Street, ¿por qué no un banco europeo con cierta experiencia en la banca minorista? Desde mediados de los años noventa, bancos como el británico HSBC invirtieron agresivamente en el mercado hipotecario estadounidense. En 2005, HSBC podía presumir de haber administrado 450.000 hipotecas por un valor total de 70.000 millones de dólares.[10] Credit Suisse creó un departamento de servicios hipotecarios que alimentó uno de los mayores negocios de CDO de ABS de principios de los años 2000.[11] Deutsche Bank mantenía una estrecha relación con Countrywide y AmeriQuest, gigantescas maquinarias de generación de hipotecas. En 2006, el banco alemán compró MortgageIT Holdings y Chapel Funding LLC, entidades especializadas en hipotecas de alto riesgo. Según un comunicado de prensa del Deutsche Bank, la propiedad de estas entidades situadas en la base de la pirámide crediticia estadounidense «comportaría grandes ventajas competitivas, como el acceso a una fuente estable de productos para su distribución en los mercados hipotecarios».[12] Desde el punto de vista de la generación de CDO de alto rendimiento, lo más atractivo era precisamente las migajas del pastel hipotecario.

II

¿Cómo fue posible? Era bastante fácil de entender que China adquiriera créditos sobre Estados Unidos. Tenía un gigantesco superávit comercial y las ganancias en dólares eran adquiridas por las autoridades financieras e invertidas en títulos del Tesoro estadounidense, creando el escenario de «equilibrio del terror financiero» acuñado por Larry Summers. Sin embargo, rara vez se mencionaba a Europa entre aquellos a los que preocupaban los desequilibrios macroeconómicos. El superávit por cuenta corriente de la UE con Estados Unidos era modesto en comparación con el de China. En comparación con el mundo en general, la cuenta corriente de Europa registraba un déficit modesto. Los europeos no vincularon sus monedas al dólar. No había ningún organismo en Bruselas que acumulara

activos extranjeros como parte de un esfuerzo de estabilización monetaria, ni fondos soberanos alemanes. Así pues, ¿cómo acabaron siendo tenedores los bancos europeos de una parte tan grande de la deuda hipotecaria estadounidense?

La respuesta es que los bancos europeos operaban igual que sus audaces homólogos estadounidenses. Tomaban prestados dólares para prestar dólares. La escala de esta actividad resulta evidente cuando examinamos no el flujo neto de capital que entraba y salía de Estados Unidos (las entradas menos las salidas), que tiene su contrapartida en el déficit o el superávit comercial, sino en los flujos brutos, que registran cuántos activos se compraron y vendieron en cada sentido. Como muestran los datos de entradas brutas, los mayores compradores de activos estadounidenses con diferencia, y los mayores prestamistas extranjeros a Estados Unidos antes de la crisis, no fueron asiáticos, sino europeos. De hecho, en 2007, el flujo de dinero de Reino Unido a Estados Unidos fue aproximadamente el doble que desde China.



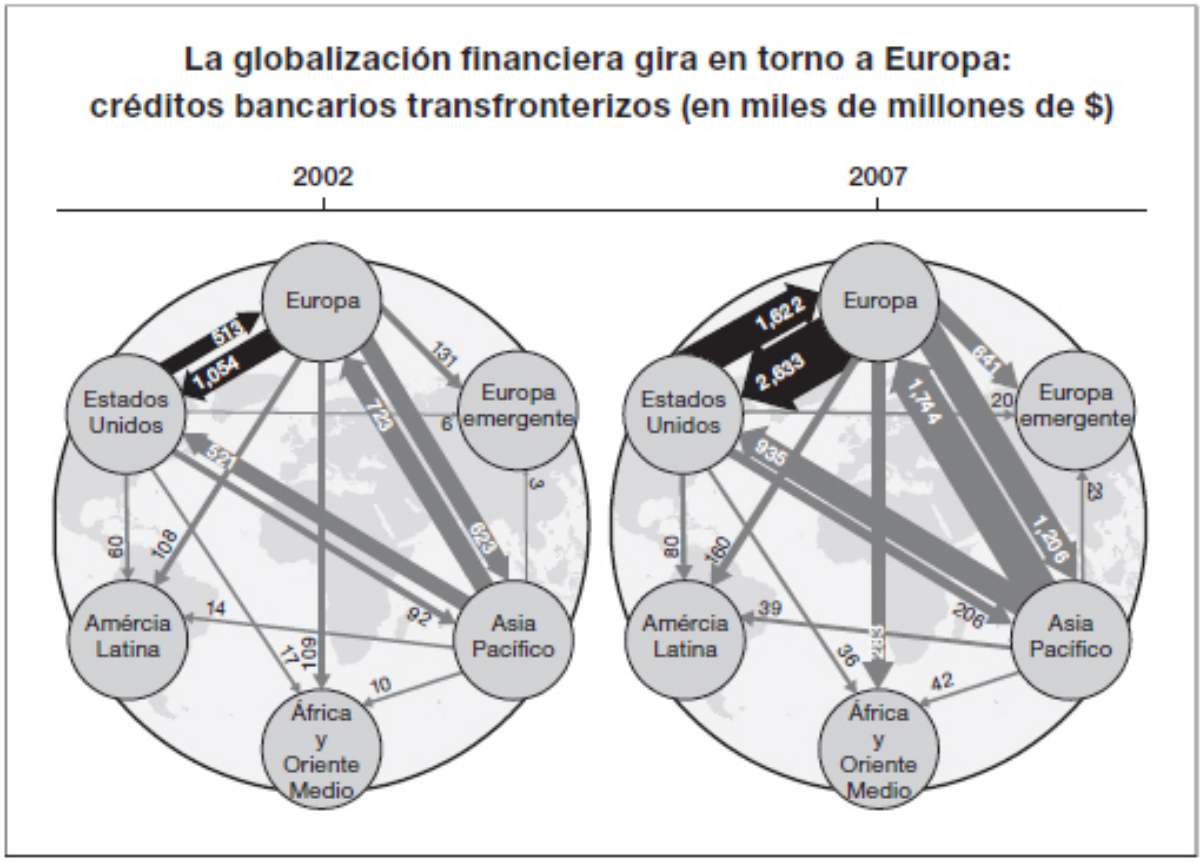
Fuente: Claudio Borio y Piti Disyatat, «Global Imbalances and the Financial Crisis: Link o No Link?», BIS Working Paper 346 (2011), gráfico 6.

Antes de 2008, se podía considerar razonablemente que el flujo financiero neto de Asia a Estados Unidos era la contraparte financiera del déficit comercial estadounidense con Asia. En cambio, los flujos financieros entre Europa y Estados Unidos conforman un sistema circulatorio financiero bastante independiente de las conexiones comerciales entre ambos. En todo el Pacífico, desde Asia hasta Estados Unidos, el dinero circulaba en un sentido. En el sistema financiero del Atlántico Norte lo hacía en ambos sentidos, entraba y salía de Estados Unidos. Ambos seguían la lógica del modelo bancario de mercado. Los bancos europeos no tenían sucursales diseminadas por todo Estados Unidos. Pero una entidad de Wall Street como Lehman tampoco. Esta era la ventaja del modelo bancario basado en el mercado. Pedías dólares prestados en Wall Street para financiar tu exposición al mercado hipotecario estadounidense.

El mercado de ABCP era una muestra de este sistema transatlántico. La circulación de ABCP canalizaba paquetes de activos titulizados procedentes de Estados Unidos y Europa.[13] Con estos activos como garantía, emitían después pagarés a corto plazo que compraban los gestores de fondos comunes estadounidenses. En 2008, 1 billón de dólares, o la mitad de los fondos preferenciales no gubernamentales del mercado monetario estadounidense, fue invertido en deuda y pagarés de empresa de bancos europeos y sus vehículos.[14] Una gran parte simplemente fue transferida de una oficina de Wall Street a otra con la dirección adornada con el nombre de un banco europeo. Sin embargo, centenares de miles de millones de dólares tomaron una ruta más tortuosa. Salieron de Estados Unidos desde las filiales neoyorkinas de bancos extranjeros hasta las oficinas centrales de bancos europeos, desde las que regresaron para ser invertidos en Estados Unidos, a veces a través de paraísos fiscales como Dublín o las Islas Caimán.[15] Fue el movimiento rotatorio de este eje financiero transatlántico lo que impulsó el auge de la globalización financiera a principios del siglo XXI.

En la gestión de estos flujos desempeñaron un papel crucial los balances en múltiples divisas de los bancos europeos. Para comprender la naturaleza de estos flujos, tomemos como ejemplo un banco alemán muy interesado en participar en el lucrativo negocio hipotecario estadounidense. El banco no tiene base de depósitos en dólares. Su pasivo existente (depósitos, obligaciones y préstamos a corto plazo) está en euros. Eso significa que el

banco alemán necesita captar recursos en dólares si luego quiere prestar en esta divisa. Sin embargo, en ese sentido, no era diferente de un banco de inversiones de Wall Street. Para participar en la rentable oleada estadounidense de titulizaciones, los bancos europeos cambiaban parte de sus fondos en euros por dólares (opción 1), manteniendo una posición larga del dólar u ofreciendo cobertura mediante permutas (opción 2). O el banco alemán podía pedir prestado directamente en Estados Unidos (opción 3), por ejemplo a un fondo del mercado monetario estadounidense deseoso de obtener rendimientos algo mejores que los que ofrecían los títulos del Tesoro, ahora que los chinos los estaban comprando. El resultado sería que el banco alemán tendría un balance con activos y pasivos con diferentes plazos de vencimiento y denominados en diversas divisas. Y entre sus homólogos figurarían un banco u otras entidades que hubieran prestado dólares a cambio de euros (si habían elegido las opciones de financiación 1 o 2) o un fondo del mercado monetario estadounidense que poseyera deuda denominada en dólares emitida por un banco alemán (opción 3). En las estadísticas nacionales del balance de pagos se vería que los empréstitos y los préstamos a Estados Unidos se producían dentro de las cuentas del mismo banco. Se podían calcular los flujos para identificar cuánto, en total, circulaba en un sentido y no en otro, pero eso no daba una idea de la escala de los compromisos de cada parte. Sería como afirmar que dos elefantes montados cada uno en un extremo de un balancín circense arrojan un saldo neto de cero. Sería cierto, pero no sería una descripción muy acertada de las fuerzas en juego.



Nota: El grosor de las flechas indica el tamaño del saldo pendiente de los créditos. La dirección de las flechas indica la dirección de los créditos: las flechas desde la región A hasta la región B indican los préstamos de bancos ubicados en la región A a prestatarios ubicados en la región B.
Fuente: Stefan Avdjiev, Robert N. McCauley y Hyun Song Shin, «Breaking Free of the Triple Coincidence in International Finance», *Economic Policy*, 31, n.º 87 (2016), pp. 409-451, gráfico 6.

El auge de China dominaba la atención de la dinámica global a principios del siglo XXI. Y el eje de desequilibrio que más atraía la atención era el existente entre China y Estados Unidos. La preocupación por la geopolítica, el equilibrio del terror financiero de Larry Summers y el exceso de ahorro de Ben Bernanke apuntaban en esa dirección. Pero si trazamos un mapa no de los flujos anuales, sino de los créditos bancarios transfronterizos, tenemos una prueba más de lo sesgada que era esta visión sinoestadounidense del preámbulo de la crisis. El eje central de las finanzas mundiales no era asiático-estadounidense, sino euro-estadounidense. De hecho, en cinco de las seis conexiones por pares más importantes en la red de créditos bancarios transfronterizos estaba implicada Europa.

Los créditos bancarios europeos hacia Estados Unidos eran el principal eslabón del sistema, seguidos de los créditos asiáticos hacia Europa y los créditos estadounidenses hacia Europa. Los créditos europeos sobre Asia superaban a las muy comentadas conexiones asiático-estadounidenses. En realidad, solo los créditos de Europa occidental hacia los países emergentes de Europa del Este eran tres veces superiores a los créditos estadounidenses hacia Asia. También se observó que los inversores de los países ricos en gas y petróleo de Oriente Medio preferían canalizar sus fondos a través de Europa en lugar de ir directamente a Estados Unidos. Esta tendencia ya estaba establecida en los años setenta y se vio reforzada por la agresiva política de la «guerra contra el terrorismo» de Bush. Los centros financieros europeos ofrecían un canal seguro a través del cual los fondos procedentes de Asia y Oriente Medio eran después destinados a inversiones más especulativas en Estados Unidos. No en vano China prefería canalizar muchos de sus créditos hacia Estados Unidos a través de Bélgica. En el proceso, el sistema financiero europeo llegó a funcionar, en palabras de analistas de la Fed, como un «fondo de cobertura mundial», pidiendo préstamos a corto plazo y concediendo créditos a largo plazo.[16]

Esto sugiere otro aspecto crucial del argumento. Si bien induce a error construir la imagen de la globalización financiera en torno al equilibro comercial entre China y Estados Unidos, también es erróneo imaginar que se centraba en la titulización estadounidense y los extranjeros «arrastrados» a ella. En realidad, toda la estructura de la banca internacional de principios del siglo XXI era transatlántica. El nuevo Wall Street no estaba confinado geográficamente al extremo sur de Manhattan. Era un sistema del Atlántico Norte. El segundo nodo, separado de Nueva York pero conectado de manera integral e indisoluble, era la City de Londres.[17] En el siglo XIX, en la época del patrón oro y el imperio británico, Londres había sido la capital de las finanzas mundiales por derecho propio. Desde los años cincuenta, la City de Londres había asumido un nuevo papel como centro principal en la financiación mundial en dólares *offshore*.

III

Tras la segunda guerra mundial, el sistema monetario de Bretton Woods había intentado limitar los flujos de capital especulativo. Esto otorgaba al Tesoro y a la Fed estadounidenses funciones de control. El objetivo era

minimizar la inestabilidad monetaria y gestionar la escasez mundial de dólares. Pero eso significaba que las autoridades estadounidenses tenían que efectuar el control de tipo de cambio que ahora asociamos con China. Era un obstáculo para la banca privada. Desde los años cincuenta, la City de Londres, con la connivencia de las autoridades de Reino Unido, se había convertido en un centro financiero que esquiva estas restricciones.[18] Los bancos británicos, estadounidenses, europeos y después los asiáticos empezaron a utilizar Londres como un centro para la captación de depósitos y la concesión de préstamos en dólares fuera del ámbito regulador. Entre los primeros en beneficiarse de estas cuentas en «eurodólares» figuraban los Estados comunistas que querían mantener sus ingresos por exportaciones a salvo de la injerencia del Tesoro estadounidense. Marcaron una tendencia. En los años sesenta, las cuentas en eurodólares de Londres eran un marco fundamental para un mercado financiero mundial apenas regulado. Como consecuencia, la geografía de lo que ahora conocemos como la hegemonía financiera estadounidense era compleja. Se reducía a Wall Street tan poco como la fabricación de iPhones a Silicon Valley. La hegemonía del dólar se logró gracias a una red. A través de Londres, el dólar se volvió global.[19]

Las cuentas en dólares *offshore*, impulsadas por el afán de lucro y el apalancamiento bancario, fueron desde el principio una fuerza nociva. Tenían escasa consideración por el valor oficial del dólar según el sistema de Bretton Woods y la presión que esto ejercía contribuyó a hacer que la vinculación al oro fuera cada vez más insostenible. El derrumbe definitivo de Bretton Woods coincidió en 1973 con el aumento de los ingresos en dólares de la OPEC, la afluencia de dinero *offshore* a través de las cuentas en eurodólares de Londres se convirtió en una avalancha. A principios de los años ochenta, tanto Gran Bretaña como Estados Unidos habían eliminado todas las restricciones a los movimientos de capitales. En octubre de 1986 le seguiría el «Big Bang», la desregulación de Thatcher. La City de Londres se abrió a la inversión extranjera, sacrificando estructuras similares a los gremios que se remontaban a siglos atrás ante la necesidad imperiosa de crear un centro financiero abierto y global. Al cabo de una década, los bancos de inversión británicos habían sido engullidos por sus competidores estadounidenses y europeos.[20] El capital estadounidense, asiático y europeo entró a raudales. Esto no solo implicó cambios regulatorios y enormes flujos financieros, sino también la reconfiguración física del corazón medieval de la City de Londres. Para albergar las nuevas oficinas y salas de

mercados gigantescas que necesitaban los bancos globales, los magnates inmobiliarios canadienses iniciaron la construcción de un inmenso complejo de oficinas en los muelles postindustriales abandonados de Canary Wharf. En abril de 2004, el ministro de Hacienda Gordon Brown inauguró solemnemente las nuevas oficinas de Lehman en la 25 Bank Street.[21] Mientras tanto, el sector emergente de los Hedge Funds encontró una nueva y cómoda sede en Mayfair, donde la aseguradora estadouniden66e AIG elegiría ubicar su división de productos financieros, que posteriormente sería tan tristemente célebre.

La ubicación elegida para muchas de las transacciones mundiales más rápidas fue Londres, no Wall Street. En 2007, el 35 % del volumen total mundial de las transacciones de divisas, que ascendía a la asombrosa cifra de 1 billón de dólares al día, se realizaba entre los sistemas informáticos de la City de Londres.[22] Los bancos europeos eran los operadores principales. Londres era también el centro del negocio de los derivados sobre tipos de interés fuera del mercado organizado (OTC), un mecanismo de cobertura contra el riesgo de fluctuación de los tipos de interés y un complemento esencial de los pactos de recompra. De un volumen total anual de transacciones de derivados sobre tipos de interés que superaba los 600 billones de dólares, el 43 % se realizaban en Londres frente al 24 % en Nueva York.[23]

Una década después del Big Bang de Thatcher, con el sector bancario nacional británico sometido a una intensa presión competitiva, el gobierno del Nuevo Laborismo de Tony Blair se dispuso a seguir simplificando el sistema regulador de la City.[24] Nueve reguladores especializados se fusionaron en un único organismo, la Autoridad de Servicios Financieros (FSA, por sus siglas en inglés). Las expectativas de supervisión financiera alcanzaron un nuevo mínimo. El ministro de Hacienda de Tony Blair, Gordon Brown, se jactó de que la FSA ofrecía «no solo una regulación ligera, sino limitada».[25] La FSA recibió el mandato de lograr sus «objetivos de la manera más eficiente y efectiva». Su máxima prioridad era «no perjudicar la posición competitiva de Reino Unido».[26] La FSA debía aplicar análisis de costes y beneficios a sus propias intervenciones y comparar sus operaciones con las de otros países.[27] Tal vez no sorprenda que, en vista de estas atribuciones, la FSA contara con mucho menos personal que sus homólogos estadounidenses. Según lo expresó Howard Davies, el primer presidente de la FSA, en el lenguaje libertario de la época: «La filosofía de

la FSA desde que la creé ha sido decir: "¿Adultos que consienten en privado? Es su problema"».[28] Un ejemplo del tipo de cosas que se podían hacer en Londres pero no en Nueva York era la «doble hipoteca sobre unas mismas garantías».

En un repo, la principal fuente de financiación flexible de la banca de inversión, otros bancos que actuaban como «operadores por cuenta ajena/propia» recibían valores como garantía a cambio de efectivo. ¿Qué iban a hacer con sus grandes depósitos de garantías? ¿Por qué no utilizarlas como garantías en nuevos préstamos emitiendo nuevos pactos de recompra, esta vez en nombre del propio operador, el llamado repo inverso? En Estados Unidos, en virtud de regulaciones que se remontaban a 1934, esta clase de emisiones estaba estrictamente limitada a no más del 140 % de las garantías. En Reino Unido, no había un límite para la rehipotecación. Como resultado, según las investigaciones de un equipo de analistas del FMI, la City de Londres llegó a funcionar como una «plataforma para un mayor apalancamiento no disponible en Estados Unidos». La escala de esta actividad era enorme. Según el equipo del FMI, negociando en y fuera de Londres, los principales bancos europeos y estadounidenses consiguieron una multiplicación de las garantías del 400 %, que equivalía aproximadamente a 4,5 billones de financiación adicional surgida de la nada.[29]

La desregulación británica no solo liberalizó los mercados británicos, también funcionó como una palanca para liberar la regulación en todo el mundo. Un bucle de retroalimentación transatlántico flexibilizó las regulaciones en ambos lados.[30] Las notorias decisiones en materia de desregulación adoptadas por la administración Clinton a finales de los años noventa, que eliminaron las últimas restricciones financieras que quedaban de la época del New Deal, no se tomaron en el vacío. Por algo la ley de 1999 se llamó Ley de Modernización de los Servicios Financieros. El sector estadounidense perseguía una clara visión de las finanzas modernas y estaba definida por la competencia mundial, sobre todo de la City de Londres. Al promover la legislación, el senador Charles Schumer (demócrata por Nueva York) insistió en que «el futuro de la dominación de Estados Unidos como centro financiero mundial» estaba en juego. Si el Congreso no aprobaba la ley, Londres, Fráncfort o Shanghái tomarían el relevo.[31] Nueva York se beneficiaría, pero eso no debía inducir al error de pensar en términos de líderes nacionales. Nadie en Londres había

desempeñado un papel más activo en la configuración del mercado mundial que los banqueros estadounidenses que trabajaban en las oficinas londinenses de las grandes firmas de Wall Street. Lo que quería Wall Street era permiso para llevar a su país las temerarias prácticas entre «adultos que consienten» de Londres.

Los estadounidenses en Londres no fueron los únicos. Puede que algunos políticos europeos se mostraran escépticos con las desreguladas finanzas «anglosajonas», pero esto minimiza la importancia de los europeos en la construcción de las finanzas mundiales. Los bancos suizos, alemanes y holandeses empezaron a invertir desde los años ochenta en la City de Londres con adquisiciones agresivas. La mayoría de las veces se trataba de un trampolín para su incursión en los mercados estadounidenses. En 1989, el Deutsche Bank adquirió el Morgan Grenfell Group antes de comprar Bankers Trust en Estados Unidos en 1999 y Scudder Investments, una empresa estadounidense de gestión de activos, en 2002. Poco después, el principal banco de Alemania anunció que su idioma de trabajo oficial sería el inglés. Credit Suisse fue un caso atípico al empezar con la adquisición de First Boston en 1990 antes de reorganizarse como CSFB en 1996-1997, el mismo año que compró la empresa londinense BZW a Barclays. El Dresdner Bank alemán compró Kleinwort Benson en 1995 antes de adquirir el pequeño pero influyente banco neoyorquino de inversiones Wasserstein Perella en 2001. En los años ochenta, la firma de la City de Londres Hoare Govett fue vendida a Security Pacific antes de ser adquirida por el expansivo banco holandés ABN AMRO, que se convertiría en el principal emisor de ABCP europeo antes de ser adquirido y fragmentado por un consorcio paneuropeo. El banco suizo UBS-SBC adquirió S. G. Warburg en Londres en 1995. En 1997, compró Dillon, Read & Co., un banco de inversiones de Nueva York. Tras las fallidas negociaciones para fusionarse con Merrill Lynch en 1999, UBS adquirió el gestor de activos PaineWebber. Con sus negocios de renta fija y divisas en alza, el presidente de UBS, Marcel Ospel, anunció en junio de 2004 que su ambición era convertir al banco suizo no solo en primer gestor patrimonial, sino también en el principal banco de inversiones del mundo.[32] UBS nunca logró dicho objetivo, pero su enorme oficina con sede en Connecticut consiguió convertir al banco en el tercer emisor de CDO basadas en MBS de etiqueta privada, después de Merrill y Citigroup, y en líder en el segmento más arriesgado de los BTA intermedios.

En total, la City de Londres acogía en 2007 a 250 bancos y sucursales extranjeros, el doble de los que operaban desde Nueva York.[33] No obstante, la huella europea en Wall Street era muy importante. De los veinte principales operadores por cuenta ajena/propia de Nueva York, doce eran extranjeros y poseían el 50 % de los activos.[34] Eran los competidores en el máximo nivel. Pero había muchos tipos de aventurerismo financiero europeo y no se limitaba al eje City de Londres - Wall Street. Dublín se había propuesto desde los años ochenta erigirse en una jurisdicción con bajo nivel impositivo y escasa regulación que atrajera a banqueros de Europa y América del Norte. Un ejemplo de ello fue el banco alemán Depfa. Fundado por el Gobierno prusiano en 1922, durante la República de Weimar, para conceder préstamos hipotecarios subvencionados, Depfa se trasladó al Centro Internacional de Servicios Financieros de Dublín en 2002 para beneficiarse de la favorable legislación fiscal de Irlanda. Depfa no tardó en ser conocido en todo el mundo como un arriesgado financiador de infraestructuras, que concedió créditos a la ciudad española de Jerez, proporcionó asesoramiento financiero a Atenas y financió un centro de conferencias en Dublín y una autopista de peaje entre Tijuana y San Diego. El banco germano-irlandés invirtió en el fondo de pensiones de los profesores del estado de Wisconsin y financió el proyecto de construcción del puente Golden Ears en Vancouver. En el momento de la crisis, los activos totales de Depfa, según informó la agencia de calificación Moody’s, ya ascendían a 218.000 millones de dólares, una tercera parte del tamaño de Lehman.[35] Esta asombrosa expansión no provenía de los recursos propios de Depfa. Tenía muy pocos al principio. Depfa creció como otros bancos modernos impulsados por el mercado. Pedía prestado para prestar. Y obtuvo pingües beneficios haciéndolo. Tantos, de hecho, que atrajo la atención de Hypo Real Estate, un banco hipotecario con sede en Múnich. Hypo quería diversificar su perfil de riesgo y, en julio de 2007, ultimó los planes para comprar Depfa, elevando el balance combinado de los dos bancos a más de 400.000 millones de euros.[36]

IV

Cuando los bancos modernos crecieron en los siglos XIX y XX por todo Estados Unidos y Europa, su alcance era regional y nacional. Mantenían una relación estrecha y a menudo incestuosa con los Ministerios de

Hacienda nacionales, los bancos centrales y los reguladores. La reglobalización de la banca iniciada desde los años cincuenta planteó cuestiones fundamentales sobre la gobernanza. El primer impulso fue crear zonas de actividad financiera poco reguladas en centros extraterritoriales como Londres. Pero a principios de los años setenta como muy tarde, ya era evidente que este sistema financiero transatlántico podía generar una peligrosa inestabilidad.[37] Además, la carrera competitiva por los beneficios y la cuota de mercado entre los bancos desencadenó, a su vez, una carrera reguladora a la baja. En 1984, el presidente de la Fed Paul Volcker propuso nuevas normas para establecer mínimos de nivel de capital bancario para evitar la compra de bancos relativamente sólidos por competidores menos capitalizados, sobre todo japoneses. Para determinar la resistencia de un banco frente a las pérdidas en su cartera de préstamos, el capital es el criterio decisivo. Cuanto más capital posee un banco, más capacidad tienen para absorber pérdidas. Sin embargo, cuanto mayor es la cartera de préstamos de un banco en relación con su capital, mayor es la tasa de rentabilidad que puede ofrecer a los inversores. Esa era la finalidad de las complicadas estructuras jurídicas concebidas para mantener los activos titulizados fuera de los balances, para minimizar el capital invertido y maximizar su apalancamiento. Por tanto, las ratios de capital eran uno de los puntos neurálgicos de la gobernanza de los bancos. Tras años de estancamiento, la Fed y el Banco de Inglaterra alcanzaron un acuerdo en septiembre de 1986, que en julio de 1988 propició por fin que el Comité de Basilea acordara lo que se conocería como el acuerdo de Basilea o Basilea I. A partir de entonces, se fijó en el 8 % la cantidad mínima de capital que debía intentar retener un gran banco internacional frente a los préstamos empresariales normales.[38]

Casi desde el momento en que se fijó esta norma, comenzó una discusión sobre su definición, su aplicación y sus consecuencias. Si la norma del 8 % hubiera sido impuesta como un simple porcentaje, habría alentado a los bancos a realizar las inversiones de más alto riesgo disponibles en un frenético intento por extraer cada céntimo de beneficio de cada dólar de capital. Habría incentivado la asunción de riesgos. Por tanto, el Comité de Basilea estableció un sistema básico de ponderaciones de riesgo, que no exigía la retención de capital frente a la deuda de bajo riesgo a corto plazo de gobiernos que pertenecieran a la OCDE, el exclusivo club de los países ricos.[39] Las hipotecas y los bonos de titulización hipotecaria

también se beneficiaron de una baja ponderación de riesgo. Pero en los márgenes, el sistema siguió fomentando la asunción de riesgos. Además, las laxas disposiciones de Basilea I permitieron a los bancos mantener partes sustanciales de sus carteras fuera de los balances en sociedades instrumentales (SPV, por sus siglas en inglés) financiadas por ABCP. Esta fue una de las principales razones de que los bancos europeos fueran tan activos en ABCP. Los reguladores nacionales interpretaron Basilea I de modo que les permitiera tener cientos de miles de millones de dólares en valores y financiarlos con pagarés a corto plazo, sin necesidad de comprometer mucho de su capital. No solo su capital era escaso, sino que el desfase en los vencimientos era potencialmente muy peligroso.

Las manifiestas deficiencias de Basilea I pusieron en marcha la búsqueda de un nuevo marco que finalmente surgió en 2004, con el acuerdo de Basilea II. La transición de un régimen al otro fue reveladora. Mientras Basilea I había consistido en una regulación convencional cuyo propósito era imponer unas normas al sector desde fuera, el principal objetivo de Basilea II fue adaptar la regulación de los riesgos a las «buenas prácticas comerciales» definidas por los propios banqueros. Basilea II exigió que los riesgos fuera de balance se incluyeran en las cuentas de los bancos, pero al mismo tiempo, fomentó que estos aplicaran sus propios modelos para ponderar los activos según su riesgo para determinar el tamaño de sus reservas de capital. También concedía mucha más credibilidad a las evaluaciones crediticias presentadas por las agencias privadas de calificación crediticia.[40] Aunque Basilea II mantenía, en teoría, el requisito del 8 % de capital, cuando los grandes bancos aplicaron sus propios modelos de ponderación del riesgo, descubrieron que podían hacer crecer el balance más que nunca. En virtud de Basilea I, los activos hipotecarios habían sido calificados como relativamente seguros y representaban solo el 50% a efectos de cálculo del capital necesario. En lugar de endurecer estas normas para moderar el *boom* inmobiliario, Basilea II redujo la ponderación del capital de los activos hipotecarios al 35%, lo que hizo que fuera más atractivo poseer valores respaldados por hipotecas, que además eran muy rentables.[41] Justamente cuando el *boom* de las titulizaciones estaba a punto de acelerarse, se suavizaron las regulaciones.[42]

Un método para manipular la cifra a la baja era la de contratar seguros contra el riesgo de impago para los activos con riesgo dentro de la cartera. El principal proveedor de seguros contra impago para «reducciones de

capital reglamentario» fue el gigante estadounidense de los seguros AIG y sus oficinas de productos financieros en Londres y París. A finales de 2007, estaba asegurando 379.000 millones de dólares en activos de los principales bancos europeos, encabezados por ABN AMRO (56.200 millones), el banco danés Danske (32.200 millones), el banco alemán KfW (30.000 millones), el banco hipotecario francés Crédit Logement (29.300 millones), BNP Paribas (23.300 millones) y Société Générale (15.600 millones).[43] Los seguros de AIG les permitieron ahorrar un total de 16.000 millones de dólares en capital regulador, incrementando aún más el apalancamiento, los beneficios y los pagos de primas.[44]

En lugar de imponer inspecciones intrusivas y auditorías externas, Basilea II hizo especial hincapié en la autorregulación, la divulgación y la transparencia. Los juicios «bien fundamentados» de los mercados llevarán a cabo la labor de supervisión mejor que las decisiones «arbitrarias» en materia de regulación. Al fin y al cabo, los inversores racionales podrían no tener ningún interés en exponerse al riesgo de sufrir unas pérdidas catastróficas, o esa era la argumentación. Fijarían los precios de las acciones bancarias en consonancia, enviando una señal clara de qué bancos eran seguros y cuáles no. Los reguladores estaban totalmente supeditados a la lógica de las actividades que debían regular. El texto preliminar de las regulaciones que serían las regulaciones de Basilea II lo elaboró para el Comité de Basilea el Instituto de Finanzas Internacionales, el principal grupo de presión del sector bancario mundial.[45]

El marco de Basilea tampoco estaba bien diseñado para igualar por arriba las normas. Tanto Basilea I como Basilea II consagraban el principio de las «normas del país origen». Esto exigía que los signatarios del sistema aceptaran que las regulaciones de las demás partes eran adecuadas. De este modo, los bancos de zonas donde la supervisión era laxa tenían libertad para operar según las normas de sus países en los lucrativos mercados estadounidenses y europeos. Asimismo, eximía a la City de Londres y a Nueva York de la responsabilidad de supervisar onerosamente a los centenares de bancos extranjeros que se concentraban en sus distritos.[46] La Fed amplió aún más los efectos al declarar en enero de 2001 que las operaciones bancarias de las sociedades financieras de cartera extranjeras a las que se considerara suficientemente capitalizadas en sus países de origen no necesitarían cumplir unas normas de adecuación de capital diferentes en Estados Unidos.[47] Pese a la enorme escala de sus operaciones en Estados

Unidos, no se exigía a los bancos europeos mantener un capital adecuado en Estados Unidos.

En vista de lo indulgentes que eran sus disposiciones, no sorprende que los reguladores europeos encontraran escasa resistencia cuando impulsaron la aplicación de Basilea II. Era un marco con el que los expansivos bancos de Europa podían vivir felizmente. La SEC y la Fed de Nueva York, que supervisaban a los bancos de inversión estadounidenses, adoptaron una postura similar. Resulta revelador que fuera la FDIC, el fondo de garantías de depósitos estadounidenses, el que supervisara a los bancos estadounidenses de tamaño mediano y pequeño. La presidenta de la FDIC, Sheila Bair, una mujer locuaz del Medio Oeste nombrada por los republicanos, no podía creer que se estuviera autorizando a los grandes bancos a «fijar sus propios requisitos de capital».[48] Eso les daría una ventaja competitiva enorme sobre sus competidores más pequeños. La FDIC calculaba que la introducción de Basilea II permitiría a los grandes bancos reducir su capital un 22 %. En 2006, Bair utilizó toda su influencia política para retrasar la medida. Con Bernanke como nuevo presidente de la Fed, negoció un compromiso en virtud del cual la reducción a corto plazo de la capitalización como consecuencia de la aplicación de Basilea II no debía superar el 15 % por banco antes de 2011.[49] Si tomamos el apalancamiento (la relación entre el balance bancario y el capital bancario) como el indicador básico del riesgo bancario, existía una diferencia considerable entre Estados Unidos y los europeos ya antes de la crisis. Según los cálculos del Banco de Pagos Internacionales (BPI), Deutsche Bank, UBS y Barclays, tres de los operadores europeos más agresivos en los mercados financieros mundiales, presumían de un apalancamiento de más de 40:1, frente a un promedio de 20:1 en el caso de sus principales competidores estadounidenses. En 2007, antes de que la crisis golpeara con toda su fuerza, el apalancamiento de Deutsche y UBS era de 50:1.[50] Incluso teniendo en cuenta que los europeos y los estadounidenses determinan los balances de sus bancos de manera distinta, la diferencia era acusada.

A los bancos estadounidenses no les pareció justo. Como respuesta, el grupo de presión del sector insistió mucho en nivelar el terreno de juego. En febrero de 2007, Michael Bloomberg, el alcalde de Nueva York, viajó a Londres para reunirse con el presidente de la FSA británica y utilizó la tribuna londinense para presionar en favor de una mayor desregulación en Estados Unidos. «La FSA es un ejemplo del tipo de marco regulador

simplificado y flexible que debe aplicar el Congreso si queremos que la ciudad de Nueva York siga siendo la capital financiera del mundo», entonó el alcalde. Bloomberg no fue el único en viajar. Ese mismo mes el *Financial Times* informó de que Citigroup había «reorganizado su dirección ampliando la influencia de los ejecutivos con sede en Londres. Cinco han asumido responsabilidad global en sus zonas y el jefe mundial de materias primas se ha trasladado a Londres. Merrill Lynch, J. P. Morgan y Lehman Brothers también asignaron funciones de gestión global a los ejecutivos con sede en Reino Unido».[51] Con estas presiones en mente, Bloomberg y el senador Charles Schumer suscribieron en mayo de 2007 un informe de McKinsey & Company que alertaba de que la posición de Nueva York como principal centro financiero mundial peligraba a menos que se adaptara a las normas internacionales. «Las conclusiones son claras [...] nuestro marco regulador es una maraña de normas complicadas, en lugar de un conjunto simplificado de principios que todos entienden, como ocurre en Reino Unido y otros lugares.»[52]

Durante cada etapa de la construcción de los mercados mundiales de capital, los *think tanks*, los economistas y los abogados aportaron ideas y argumentos para justificar el siguiente paso. Los cambios tecnológicos permitieron a los bancos procesar una enorme cantidad de información. Los complejos instrumentos financieros que crearon tenían un carisma vigorizante.[53] La exclusivista sociedad de los banqueros creó un campo de fuerza social con suposiciones comunes y un arrogante complejo de superioridad. Eran los amos del universo. No podían fallar. Pero el motor básico de la expansión y el cambio fue el afán competitivo de lucro, que se materializaba en el campo de fuerza de la ingeniería financiera, los movimientos transnacionales de capital y la desregulación competitiva entre Wall Street, la City de Londres y Basilea. No es que los actores principales no fueran conscientes del riesgo, pero creían en su capacidad para gestionarlo y estaban totalmente decididos a obtener la máxima rentabilidad. Por eso, cada regulación y cada restricción del apalancamiento era cuestionada y subvertida por la arrolladora fuerza de la competencia y el movimiento sin trabas de capitales que había estado cobrando fuerza desde los años sesenta.

¿Qué ocurriría si las regulaciones fallaban? ¿Y si se producía una crisis general del sistema financiero transatlántico? Nadie quería formular esa pregunta. En los rescates de los mercados emergentes en los años noventa

fue Washington quien tomó la iniciativa. El Tesoro estadounidense y el FMI actuaron de manera concertada. Aunque tuvieron que hacer frente a algunas críticas y reticencias de los europeos, sus recursos permitieron rescatar a México o Corea del Sur.[54] ¿Sería ese el caso si fuera el sistema financiero transatlántico el que sufriera un fallo circulatorio? Las sumas en juego eran enormes y ascendían no a miles de millones, ni siquiera a centenares de miles de millones, sino a billones. En última instancia, los bancos estadounidenses podían esperar el apoyo de los ilimitados recursos de la Fed. Pero la cuestión era especialmente acuciante para los bancos europeos que manejaban balances en múltiples divisas. En caso de emergencia, ¿dónde iban a conseguir los dólares que necesitaran? ¿Quién iba a ser su prestamista de última instancia?

El Financial Stability Forum (FSF), un grupo creado tras las crisis financieras de los años noventa, había estado evitando la cuestión desde 2000. En el Banco de Inglaterra, John Gieve estaba dispuesto a realizar «ejercicios de simulación» para explorar el escenario de una gran quiebra bancaria internacional, pero la propuesta fue recibida con escaso entusiasmo. Al gobernador del Banco de Inglaterra Mervyn King, un macroeconomista de raza, le interesaban poco los aspectos técnicos de la estabilidad financiera. «No había interés por parte de Estados Unidos de hablar de ejemplos concretos. Estábamos ofreciendo poner sobre la mesa HSBC o Barclays, con los balances reales, y quizá, a cambio, ellos lo hicieran con Citi o Lehman. Pero eso nunca llegó a ocurrir.»[55] ¿Tendrían los bancos centrales de Europa las reservas de dólares necesarias para respaldar al sistema financiero europeo? Era una pregunta anticuada, aparentemente extemporánea en un planeta con una liquidez mundial ilimitada.[56] Pero cuando la pregunta la formularon analistas del BIS, la respuesta dio que pensar. A finales de 2007, en los balances de los bancos europeos había un desajuste entre los activos en dólares (crédito) y los pasivos en dólares (financiación por medio de depósitos, bonos o préstamos a corto plazo del mercado monetario) de entre 1,1 y 1,3 billones de dólares.[57]

Los únicos bancos centrales que poseían estas sumas eran los de China y Japón. En el contexto de una visión optimista de los mercados financieros, su «acopio» de dólares era ampliamente considerado un síntoma de inseguridad, una secuela del trauma de la crisis de 1997.[58] Es revelador que nadie se molestara en preguntar cuál debía ser el nivel adecuado de reservas para un país europeo con un gigantesco sistema

bancario globalizado. Dado el negocio bancario en sus jurisdicciones, el nivel de las reservas de divisas de los bancos centrales suizo y británico resultó ser sorprendentemente bajo, menos de 50.000 millones de dólares cada uno. El Banco Central Europeo solo contaba, para respaldar al sistema bancario en expansión de la zona euro, con poco más de 200.000 millones de dólares. ¿Qué decía esto sobre sus suposiciones acerca del riesgo financiero y la soberanía financiera? Cuando más tarde preguntaron a uno de los banqueros centrales más locuaces de la época cómo justificaba que se mantuvieran unas reservas tan mínimas antes de la crisis, hizo una pausa durante un minuto, esbozó una sonrisa ante la buena observación y después simplemente dijo: «Dada nuestra larga historia de relaciones con la Fed, no esperábamos tener ningún problema para conseguir dólares». En otras palabras, se presuponía que se mantendría la colaboración y que, en caso de emergencia, la Fed proveería a Europa, y en particular a Londres, los dólares que necesitara. En vista de la escala de las operaciones *offshore* en dólares, no cabía otra respuesta. Sin embargo, por la misma razón, se trataba de una suposición tan asombrosamente audaz, de una expectativa tan desorbitada, que era mejor no expresarla con palabras.

Capítulo 4
LA ZONA EURO

Aunque Europa prefería no señalar su papel en la crisis financiera «estadounidense» de 2008, el hecho de que estuviera consumida desde 2010 por su propia crisis «auténticamente» europea hizo que le resultara más fácil cubrir su rastro. La crisis de la zona euro siguió directamente los pasos de Wall Street y la crisis hipotecaria estadounidense. Sin embargo, tal como se entiende convencionalmente, es como si la crisis de Wall Street y el desastre de la zona euro pertenecieran a mundos diferentes. Mientras que la crisis estadounidense tuvo que ver con bancos sobredimensionados y prestatarios de hipotecas movidos por la codicia y los excesos financieros, la crisis en la zona euro giró en torno a los temas relacionados con las finanzas públicas de algunos de los países miembros y su gobernanza como conjunto. Enfrentó a griegos con alemanes y revivió el recuerdo de la segunda guerra mundial. Las narrativas de ambas crisis se correspondían con los estereotipos: los estadounidenses centrados en la codicia y los europeos enfrentados por disputas nacionalistas. Sin embargo, ¿fue simplemente mala suerte que las dos crisis fueran tan seguidas? ¿Se trató simplemente de mala suerte que estuvieran los mismos bancos involucrados en ambas? Si el preámbulo de la crisis estadounidense no fue tan exclusivamente estadounidense como se suele considerar, ¿cuán «europeos» eran los problemas de la eurozona?

I

A comienzos del siglo XXI, no se podía culpar a los europeos de estar preocupados por cuestiones políticas y de fortalecimiento institucional. Con la introducción del euro como moneda única entre 1999 y 2002, y con la ampliación de la UE para incorporar a gran parte de Europa del Este en 2004, estaban emprendiendo experimentos realmente radicales, basados tanto en consideraciones políticas y geopolíticas como económicas.[1]

En lo que respecta al euro, la historia se remonta de nuevo a los años setenta y el derrumbe de Bretton Woods. Entre 1945 y 1971, los europeos

no tuvieron que preocuparse de cuestiones monetarias internas. El dólar vinculado a las reservas de oro de Fort Knox era el ancla del sistema mundial. Cuando Nixon abandonó el patrón oro en agosto de 1971, Europa se enfrentó a un problema. Las fluctuaciones de los tipos de cambio desestabilizarían las redes comerciales estrechamente integradas que habían unido a Europa. Por otra parte, los esfuerzos para crear una zona de estabilidad cambiaria vinculando las monedas europeas entre sí volvieron a suscitar la cuestión básica del poder. En un sistema monetario europeo, ¿qué moneda reemplazaría al dólar como ancla, como «moneda clave»? Las tensiones podrían haber sido controlables si se hubiera restringido el movimiento de capitales, limitando los ataques especulativos. Pero a principios de los años ochenta, las prácticas irresponsables en operaciones dólares se habían convertido en la norma mundial. El enorme aumento del «dinero caliente» entre divisas sometió a una presión extrema a los estados más frágiles desde el punto de vista financiero y confirió un grado de influencia intolerable al conservador banco central de Alemania. Desde principios de los años setenta, la postura antiinflacionista del Bundesbank y la fortaleza resultante del marco alemán no solo limitaron al propio Gobierno alemán en Bonn, sino también a los gobiernos de todo el resto de Europa. En 1983, incluso el gobierno socialista francés, presidido por François Mitterrand, se vio obligado a ceder. Tras una serie de caóticas devaluaciones entre 1981 y 1983, París renunció a sus intentos de aplicar la socialdemocracia en un país y adoptó una política de moneda fuerte, de «franc fort». Se fijarían los tipos de interés al nivel que fuera necesario para mantener el franco frente al marco alemán, aunque eso conllevara que los prestatarios tuvieran que pagar el 18 % o más. Lejos de intentar restringir los movimientos de capitales, los funcionarios europeos en organizaciones internacionales como la OCDE impulsaron una mayor liberalización. Las presiones generadas por los movimientos sin restricciones de capitales entre los tipos fijos de Europa proporcionaron, a su vez, un argumento de peso a quienes abogaban por una integración europea cada vez mayor.[2] ¿De qué otro modo iban a recuperar los miembros más débiles del Sistema Monetario Europeo siquiera un mínimo de control sobre la gestión de la política monetaria? A finales de los años ochenta hubo planes, impulsados sobre todo por Jacques Delors, el presidente de la Comisión Europea, y sus partidarios del Partido Socialista francés, para celebrar otra ronda de negociaciones sobre la integración monetaria. En vista de los intereses

nacionales en juego, lo más probable es que no hubieran llegado a ninguna parte de no haber sido por el repentino final de la guerra fría. La caída del muro de Berlín en 1989 y la irrefrenable apuesta por la reunificación nacional del canciller alemán Helmut Kohl amenazaban con incrementar aún más el papel dominante de Alemania. Tanto a Kohl como a Mitterrand les parecía que la unión monetaria y una unificación económica irrevocable eran la mejor manera de garantizar una Alemania mucho más grande en un continente pacífico y estable.[3] Como precio por renunciar al marco alemán, los alemanes exigieron la promesa de que el nuevo Banco Central Europeo mantendría el legado conservador del Bundesbank. No obstante, una comisión conjunta del banco central daría voz a todos los demás Estados miembros y la unión monetaria pondría fin a la ruinosa presión ejercida en cada país por los mercados financieros.

Fue una iniciativa tremendamente ambiciosa. La unión monetaria entró plenamente en vigor en 2001. Había un único banco central europeo. Existían normas presupuestarias que limitaban los déficits y establecían techos de deuda (conocidas como el pacto de estabilidad y crecimiento). Pero el euro era claramente una creación inconclusa.[4] No existía una política económica unificada ni tampoco una estructura reguladora unificada para la banca. Tampoco había mucha urgencia por avanzar hacia una mayor integración. Durante los primeros años, la nueva zona monetaria funcionó bastante bien. El crecimiento europeo se aceleró. Después de un alza inicial de los precios tras la adopción de la moneda única, la inflación se mantuvo moderada. Los mercados de capitales estaban tranquilos.

Pese a este clima favorable, había dos problemas que preocupaban a los expertos tanto de dentro como de fuera de la zona euro. El primero era si los desequilibrios preexistentes en el comercio intraeuropeo se acabarían reduciendo o ampliando con el tiempo.[5] Se temía que la falta de ajuste monetario pudiera generar una divergencia acumulativa cuando las regiones menos competitivas se fueran quedando cada vez más rezagadas. En segundo lugar, existía el riesgo de que se produjeran perturbaciones externas asimétricas.[6] Una contracción del turismo perjudicaría mucho más a Grecia que a Alemania. Un desplome de la demanda china de importaciones perjudicaría a Alemania de un modo que no dañaría a Irlanda. Los críticos estadounidenses, en particular, alertaron de que en los mercados de trabajo europeos no disponían ni de la flexibilidad ni de la movilidad de sus homólogos estadounidenses.[7] Y si las personas no se

movían, ante una crisis Europa necesitaría un sistema común de prestaciones, impuestos y gastos que permitiera que los fondos fluyeran de las regiones más prósperas a las más afectadas. Junto con la movilidad laboral, esta red de prestaciones sociales, por discapacidad y de desempleo era lo que mantenía unida la gigantesca diversidad de la economía estadounidense desde Alabama hasta California. Era preocupante que, a principios de los años 2000, en Bruselas hubiera mucha autocomplacencia, pero poca urgencia por establecer el mecanismo general de redistribución fiscal y reparto de la carga que sería necesario en la zona euro para hacer frente a una recesión, por no hablar de una grave crisis financiera.

Para llegar al momento de la unificación, muchos miembros de la zona euro habían tenido que hacer un esfuerzo enorme. Italia, en particular, impuso unos ajustes económicos drásticos.[8] Los esfuerzos colectivos de los años noventa para estabilizar las finanzas italianas influyeron en una generación de tecnócratas y políticos italianos que acabaría desempeñando un papel clave en la política europea, entre los que figuraban Mario Monti, economista, comisario de la UE y futuro primer ministro de Italia, y Mario Draghi, el futuro presidente del BCE.[9] Otro economista Italiano, Romano Prodi, fue quien, en su calidad de presidente de la Comisión Europea, supervisó la introducción de la nueva moneda. Pero tras haber gestionado la grave crisis financiera y política de Italia en 19921993 y haber logrado la adhesión a la zona euro, en Roma quedaban pocas energías para impulsar nuevas iniciativas. La victoria en las elecciones de 2001 de Forza Italia, el partido de Silvio Berlusconi, fue una señal de los tiempos. Lejos de avanzar hacia una mayor integración europea, resultó bastante difícil cumplir los criterios presupuestarios establecidos por el tratado de Maastricht. En 2003, tanto Francia como Alemania superaron el límite acordado de un déficit presupuestario del 3%, pero Bruselas rehuyó imponer sanciones a semejantes pesos pesados. Esto hizo sonar la alarma entre los partidarios de la disciplina fiscal. ¿Tendrían alguna vez las instituciones centrales de la UE la valentía política para imponerse a los miembros más grandes? Para otros, la cuestión más acuciante era qué iba mal en Alemania.

La integración de Alemania en el euro no fue bien. Los demás miembros se aseguraron de acordar tipos de cambio competitivos respecto al marco alemán. Las exportaciones de Alemania acusaron el golpe. Sus déficits presupuestarios superiores a lo establecido reflejaban su anémico crecimiento. Los medios de comunicación mundiales llamaron a Alemania

el «enfermo de Europa».[10] Los propios alemanes hablaban de una «blockierte Gesellschaft» (sociedad bloqueada).[11] La respuesta de la coalición rojiverde de Gerhard Schroeder, que gobernó Alemania desde 1998 hasta 2005, fue inesperadamente enérgica. Durante años, los alemanes se habían enfrentado a unos niveles de desempleo de larga duración dolosamente elevados, agravados por la brusca desindustrialización de la antigua RDA. En 2005, el desempleo se situaría en el 10,6 %. Para combatir esta lacra, entre 2003 y 2005 el gobierno de Schroeder anunció un programa nacional de reestructuración denominado Agenda 2010. Su eje principal era un programa en varias fases de liberalización del mercado laboral y de recortes de prestaciones, diseñado por un comité presidido por el jefe de recursos humanos de Volkswagen, Peter Hartz.[12] La cuarta y última fase de los recortes, Hartz IV, se convirtió en sinónimo de un nuevo discurso «reformista» alemán. Los desempleados volvieron a trabajar y la moderación salarial restableció la competitividad del país. La recompensa llegó ya en 2003, cuando Alemania pudo presumir de ser el primer exportador mundial (*Exportweltmeister*).

La Agenda 2010 llegaría a definir una nueva autopercepción bipartidista de la clase política alemana.[13] Tras haber llevado a cabo la enorme tarea de la reunificación, Alemania había superado sus dificultades internas y se había «reformado» para recuperar el bienestar económico. Es un relato superficialmente convincente y repercutió considerablemente en la manera en que Berlín abordó la crisis de la zona euro, pero no resiste un análisis exhaustivo. El Hartz IV hizo que millones de personas dejaran de percibir, de mejor o peor gana, prestaciones de desempleo a largo plazo y se incorporaran a empleos inseguros. Esto contribuyó a frenar los salarios de los trabajadores no cualificados, como los cajeros y los trabajadores de la limpieza. En los primeros diez años del euro, pese al rápido aumento de la productividad, en la mitad de los hogares alemanes no se registró un aumento de los salarios. Esto adelgazó las listas del paro. También incrementó la desigualdad antes de impuestos y redujo los salarios de Alemania en relación con sus vecinos europeos. En lo que respecta a la competitividad de los exportadores alemanes, la importancia del Hartz IV es mucho menos evidente.[14] Las empresas alemanas no consiguieron sus pedidos de exportación rebajando los salarios de los trabajadores no cualificados. Una fuente de ventaja competitiva mucho más importante fue la deslocalización de la producción a Europa del Este y el sur de Europa, a

lo que se sumó el estímulo derivado de la recuperación mundial de principios de los años 2000.

Aunque se ha exagerado su impacto económico, el Hartz IV transformó la política alemana. El electorado de clase trabajadora y la izquierda del SPD nunca le perdonaron a Schroeder el Hartz IV.[15] El ala izquierdista se escindió del SPD para unirse con los antiguos comunistas del Este. El resultado fue un nuevo partido llamado Die Linke, que aglutinaba a casi el 10 % del electorado. Die Linke, el SPD y los Verdes eran juntos una poderosa fuerza política, capaz de alcanzar una mayoría, pero las enconadas divisiones entre ellos acerca de la Agenda 2010 hicieron que resultara difícil imaginar una amplia coalición de centro-izquierda. El resultado fue dejar la iniciativa política en manos de sus adversarios. La fuerza decisiva en la política europea durante el decenio siguiente y posteriormente sería la democracia cristiana alemana y su líder, Angela Merkel.

Merkel se ha convertido en la líder del centro político en Europa, que oscila entre las posturas conservadoras en materia de política económica y financiera, y la modernización cultural.[16] Cuando irrumpió en la escena política, su perfil era más duro. En las elecciones de 2005 que la llevaron al poder, Merkel se presentó con un programa marcadamente favorable al mercado. Era impopular y posteriormente suavizó su postura. Sin embargo, no cabe duda de que el programa de 2005 reflejaba la visión personal de la canciller. Se puede resumir en tres cifras: 7, 25 y 50. Como le gusta señalar, Europa tiene el 7 % de la población mundial y el 25 % del PIB mundial, pero es responsable del 50 % del gasto social mundial.[17] Esto, a su entender, no es sostenible. El crecimiento de Alemania es constante, pero lento en el mejor de los casos. La población de Alemania, junto con la de gran parte de Europa, está envejeciendo, lo que genera gasto público. La consolidación fiscal ha sido una constante en los gobiernos de Merkel. Como anunció en su primer discurso en Davos en enero de 2006: «Para comprender la economía social de mercado como una nueva economía social de mercado en el siglo XXI debemos empezar por reordenar las prioridades de la política hacia una percepción de la política con miras al futuro, a las generaciones futuras. Para nosotros, en Alemania, eso significa ante todo aclarar nuestra situación financiera, nuestros presupuestos. Tenemos un problema demográfico. Sabemos que tenemos pocos jóvenes y, sin embargo, vivimos a expensas del futuro acumulando deudas. Eso

significa que robamos a las generaciones futuras su espacio para la inversión y el desarrollo, y eso es inmoral».[18]

Huelga decir que esto era música para los oídos de los grupos de presión empresariales interesados en ver los impuestos y el gasto público bajo control. Pero el primer gobierno de Angela Merkel fue una gran coalición con el derrotado SPD.[19] La consolidación fiscal, como el Hartz IV, exigía un consenso en el centro de la política alemana. El Ministerio de Finanzas fue ocupado por Peer Steinbrück, un acólito de Helmut Schmidt, el legendario canciller del SPD en los años setenta y ochenta.[20] Steinbrück estaba firmemente comprometido con una visión de la política económica centrada en la oferta y antikeynesiana. Para él, el restablecimiento del «margen de maniobra presupuestario» no era simplemente una cuestión de estabilidad financiera. La osificación del presupuesto estatal bajo los efectos del gasto en prestaciones casi automático y el pago de intereses revelaba la existencia de un problema más general que afectaba a los países desarrollados: la crisis de la política democrática y de la participación democrática. ¿Qué opciones podían ofrecer los partidos políticos a los votantes si de un modo u otro el margen de maniobra presupuestario estaba limitado por el «gasto en prestaciones», el pago de la deuda y los tipos impositivos bajos al 1 % de PIB? Naturalmente, se podía elegir el camino de los republicanos de Cheney y simplemente hacer estallar el déficit. Pero si no se estaba dispuesto a correr ese riesgo, se estaba obligado a optar por el centro. En un sistema de representación proporcional como el alemán, esto provocó desafección entre los votantes y la fragmentación del espectro de los partidos políticos, con la otrora dominante CDU y el SPD agrupados en el centro. La gran coalición de Merkel era una muestra del estancamiento. No en vano el término «posdemocracia» se convirtió en una de las palabras de moda en el debate político alemán de principios de los años 2000.[21] Paradójicamente, para Steinbrück la disciplina en el presente era una promesa de libertad en el futuro.

Más allá de estas elevadas consideraciones, la estrategia presupuestaria de Alemania también estuvo determinada por cálculos electoralistas más básicos. En los dos decenios transcurridos desde la unificación, Alemania occidental había invertido más de 1 billón de euros en la reconstrucción y en subvenciones regionales para el Este.[22] En 2005-2006, cuando la gran coalición de Merkel asumió sus funciones, el estado de ánimo en los Länder occidentales, y en especial en los estados ricos del sur, era de resentimiento.

Habían sido reclutados para un enorme acto de solidaridad con el Este y ya habían tenido bastante. La limitación de los déficits era una promesa no muy encubierta a los estados ricos del sur de reequilibrar las prioridades en detrimento de los necesitados y endeudados miembros orientales y septentrionales del Bund. La política alemana ya había formulado desde principios de los años 2000 el problema del control fiscal como un problema de equidad en el seno de una unión de transferencias federal, lo que sería crucial para el futuro de la zona euro. Mucho antes de que estallara la crisis griega, las regiones más prósperas de Alemania occidental ya habían dejado claro que se negaban a asumir la responsabilidad de las deudas de otros, alemanes o no. El argumento de que las deudas «asumidas por el oeste» para pagar el gasto «del este» habían generado una enorme cantidad de pedidos para las empresas de Alemania occidental (en la práctica, exportaciones dentro de Alemania del oeste al este) no se sostenía. Después de 2010, este argumento tampoco resultaba creíble a escala europea. Lo que los votantes y las voces más importantes de la opinión pública alemana querían era sencillo: disciplina para todos. En 2006 se creó una comisión para idear una nueva solución fiscal federal. La idea, que seguía el ejemplo suizo de 2001, consistía en adoptar un «freno al endeudamiento» para bloquear una mayor expansión de la deuda en el Bund, los Länder o los municipios. Lograr un acuerdo político a varios niveles era una tarea lenta, pero Steinbrück y el Ministerio de Finanzas alemán se mostraban optimistas. Cuando el horizonte económico mundial se empezó a oscurecer en 2007-2008, el Ministerio de Finanzas alemán estaba proyectando un superávit presupuestario para 2011.[23]

Naturalmente, la política nacional y el drama de la reunificación conferían un tono peculiar a los debates alemanes, pero no hay necesidad de construir un nuevo relato sobre las peculiaridades de la historia de Alemania o buscar algún trauma particular alemán para explicar la nueva preocupación de Berlín por la disciplina fiscal. En realidad, existen similitudes notables entre los debates en Alemania y los de los círculos rubinitas en Estados Unidos. La globalización, la competitividad y la sostenibilidad fiscal eran temas fundamentales a ambos lados del Atlántico. Tampoco debería sorprender. El ascenso de China y los problemas de financiación del estado del bienestar moderno eran desafíos comunes. La administración Bush podría haber sido un veneno político en Europa, pero, a finales de los años noventa, los demócratas de Clinton habían sido una

inspiración para la coalición rojiverde de Gerhard Schroeder.[24] Merkel era una atlantista. Pero, aunque había un programa común, también había puntos débiles comunes. Pese a toda la atención prestada en la zona euro a la necesidad de que el mercado laboral respondiera a las demandas de la competencia mundial, a pesar de todas las peticiones de una disciplina fiscal común, prácticamente no existía un reconocimiento de las fuerzas desestabilizadoras desatadas por las finanzas mundiales. En Europa, como en Estados Unidos, se consideraba que el problema eran los políticos, los trabajadores y los beneficiarios de ayudas sociales, no los bancos ni los mercados financieros.

II

Aunque Europa no tenía ni una política fiscal ni una política del mercado laboral comunes, sí tenía una política monetaria común. Su guardián era el BCE, presidido desde noviembre de 2003 por Jean-Claude Trichet.[25] Este era justamente el trato que Mitterrand había esperado: que un francés estuviera a cargo del dinero de Europa. Pero la otra parte del trato era que el ADN operativo del BCE proviniera del Bundesbank. Y Trichet era especialmente idóneo para desempeñar esta doble función. Había sido el presidente, profundamente conservador, del Banco de Francia. La independencia del BCE era su activo más valioso y lo protegía celosamente. La constitución del BCE preveía abundantes salvaguardas. Se impusieron unos requisitos mínimos en materia de transparencia para proteger las deliberaciones del escrutinio público. A fin de impedir que se convirtiera en un vehículo de la política fiscal, se prohibió que monetizara la deuda pública recientemente emitida. A diferencia de la Fed, cuyo mandato era doble, estabilidad de precios y nivel de empleo, el único objetivo del BCE era la estabilidad de precios.

Todo ello hizo que el BCE fuera el menos intervencionista de todos los bancos centrales modernos.[26] Sería un error calificarlo de apolítico, ya que, en realidad, tenía un sesgo conservador contra la inflación como *doxa* incuestionable de Europa. Tampoco sería justo afirmar que las políticas contra la inflación eran la única aspiración del BCE. También deseaba promover Europa como un centro financiero y el euro como moneda de reserva, y eso significaba desarrollar activamente mercados de deuda europeos. Concretamente, significaba importar a Europa el modelo

estadounidense del mercado de repos de deuda pública. El que los valores del Estado se pudieran recomprar hacía que fueran mucho más atractivos. Era una lección que Francia había aprendido en los años ochenta. Ante las presiones financieras ejercidas por Alemania, Francia había promovido activamente el mercado de su deuda ofreciendo pactos de recompra como los estadounidenses.[27] Cuanto más fácil fuera cambiar deuda francesa por liquidez inmediata, más activamente sería comprada y más receptivo sería el mercado a las necesidades de financiación de Francia. Tras superar la resistencia del Bundesbank, el BCE adoptó el repo como modelo operativo principal. A diferencia de los bancos centrales más tradicionales, como el Banco de Inglaterra o la Fed, el BCE no mantenía grandes cantidades de deuda pública. Gestionaba el sistema financiero europeo mediante repos de un amplio abanico de bonos, que incluían tanto deuda privada como bonos públicos.[28] En lugar del BCE, eran los bancos europeos los que compraban la deuda de sus gobiernos. Pero lo hacían en el entendimiento de que si necesitaban dinero, podían realizar un canje de bonos con el BCE mediante la recompra. Las condiciones del repo y el tamaño del recorte de valoración del BCE eran las variables reguladoras básicas del sistema financiero unificado de la zona euro. En este sentido, la lógica del mercado era inherente al funcionamiento del BCE en un grado que no era el caso ni en la Fed ni en el Banco de Inglaterra.

De haber deseado aumentar al máximo la presión sobre el gobierno de Europa para mantener la disciplina fiscal, el BCE podría haber adoptado un sistema discriminatorio de recortes de la valoración de los repos específicos para cada país, imponiendo condiciones más duras a los deudores menos creíbles de la periferia de la zona euro. Los recortes de valoración en el mercado de repos bilaterales en Estados Unidos variaban mucho entre los diferentes tipos de bonos. Un recorte de valoración mayor obligaría a los bancos a retener más capital para respaldar sus tenencias de bonos y reducir sus carteras de esa deuda. En Europa, Grecia había tenido que ofrecer a finales de los años noventa tipos de interés mucho más elevados que Alemania para atraer a prestamistas. Pero en lugar de discriminar, el BCE consideró que una moneda única suponía un tipo único. Recompraría los bonos de todos los Estados europeos en las mismas condiciones.[29] Como cabía esperar, esto provocó una drástica convergencia de rendimientos cuando los inversores hicieron subir el precio de las deudas con rendimientos más altos de países como Grecia, Italia, Portugal y España,

que a los ojos de BCE, eran ahora equivalentes a los Bunds, los sólidos bonos del Estado alemán. La consecuencia fue un ciclo autorreflexivo en el que el BCE confiaba en los mercados para que impusieran disciplina a los prestatarios públicos mientras los mercados pasaban a asumir que la política del BCE de «un bono único» suponía una garantía europea implícita incluso para los prestatarios más débiles.

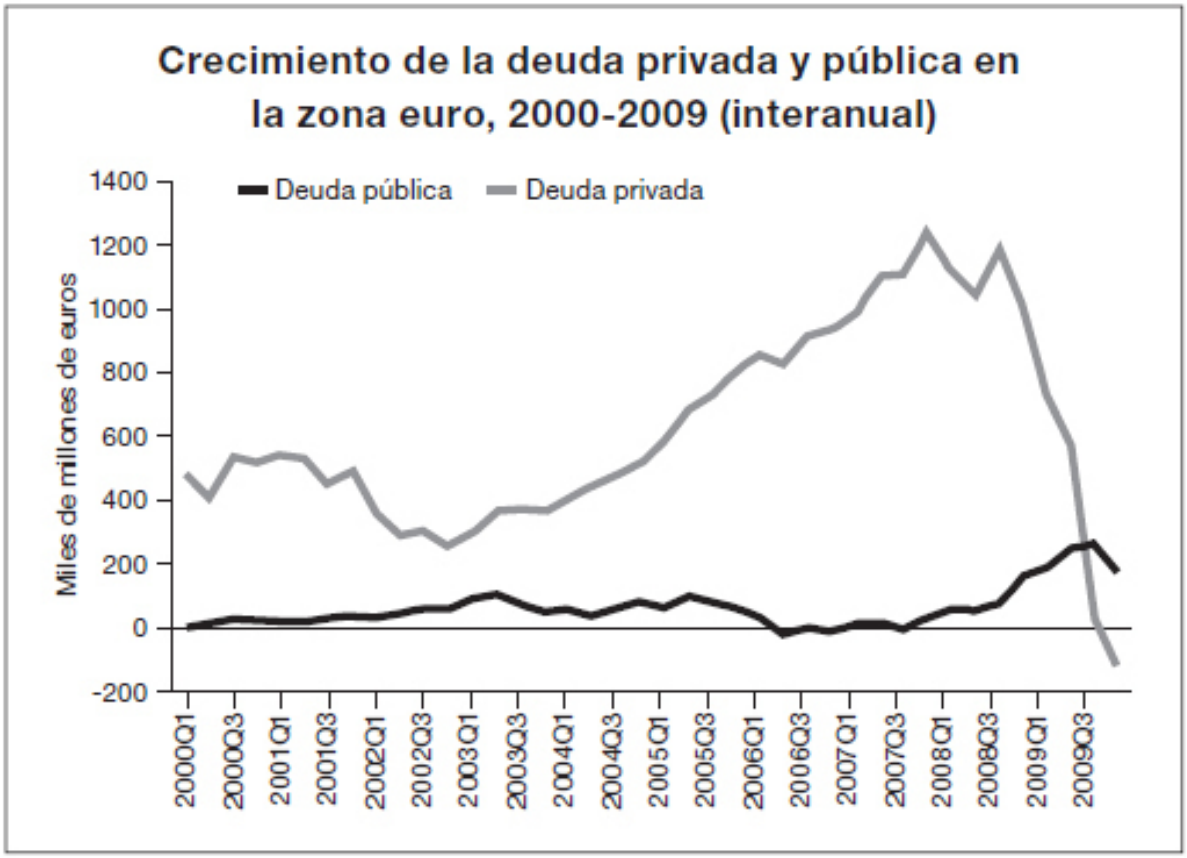
Como consecuencia, Grecia y Portugal podían obtener préstamos en mejores condiciones que nunca en su historia y cabía esperar que esto produjera un aumento enorme de nuevos préstamos públicos. Cuando se leen algunos comentarios sobre la crisis de la zona euro, se podría imaginar que fue esto lo que sucedió.[30] Sin embargo, pese a los tipos de interés inusitadamente bajos, en realidad no hubo un *boom* de la deuda pública después de 2001. Unos países contrajeron más préstamos que otros. En general, las normas de Maastricht para limitar los déficits ejercieron un freno eficaz, sobre todo si se tiene en cuenta que la convergencia de los rendimientos era un incentivo para pedir prestado. Pese a la profunda ambigüedad de la estructura institucional, la sensación de calma se mantuvo gracias a que ningún prestatario público importante estaba abusando mucho de la situación. En realidad, cuando el crecimiento económico se aceleró, la relación entre la deuda pública y el PIB en la eurozona se redujo un 7 %.[31]

Entre los países que no cumplían las normas presupuestarias de la zona euro había un poco de todo. Portugal registró el aumento más rápido de la ratio de deuda pública y sus presupuestos eran muy poco rigurosos. Pero cuando adoptó el euro, su deuda estaba en un nivel bajo. Por desgracia, Lisboa cometió el error de introducir un tipo de cambio no competitivo. El brusco deterioro de la relación deuda/PIB que se produjo a continuación se debió tanto a una desaceleración del crecimiento como al endeudamiento irresponsable.[32] Grecia fue el otro réprobo. En los años noventa, para poder optar a la adhesión a la zona euro, Grecia, al igual que Italia, habían conseguido presentar superávits primarios (en sus presupuestos, excluyendo el servicio de la deuda). Incluso con unos gastos de intereses del 11,5 % del PIB, esto había mantenido controlado el déficit. Tras la formación de la zona euro, los costes por intereses y las cargas del servicio de la deuda de Grecia se redujeron en más de la mitad. Podría haber sido una oportunidad para lograr una consolidación fiscal sustancial. En cambio, Atenas permitió que disminuyeran sus ingresos fiscales. Los superávits primarios se evaporaron y el déficit aumentó al 5,5%, el doble del límite de Maastricht.

Solo fue soportable porque el crecimiento de los ingresos nominales fue muy rápido.[33] Sin embargo, lo que hizo que la situación de Grecia fuera peligrosa no fue el crecimiento de los préstamos después de 2001, sino las deudas acumuladas en los años ochenta y noventa, cuando se había consolidado la democracia griega moderna a costa de un enorme aumento del gasto público y de los préstamos caros.[34] En 2000, la deuda de Grecia ya ascendía al 104% del PIB.

Aunque no se reconocía plenamente la magnitud de los problemas de Grecia, era un caso problemático conocido pero poco relevante. Más importante políticamente fue a principios de los años 2000 el incumplimiento de las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento por parte de Francia y Alemania. Esto erosionó claramente la autoridad de la disciplina presupuestaria. Pero ¿cuáles fueron las consecuencias económicas? En los mercados financieros había una amplia demanda de bonos alemanes y los bonos del Tesoro francés, también conocidos como OAT. Los tipos de interés seguían siendo bajos. Francia mantenía un balance comercial equilibrado. El Gobierno alemán acumuló deuda, pero lo combinó con un gasto en consumo e inversión tan contenido, que generó un superávit por cuenta corriente cada vez mayor. Desde el punto de vista del equilibrio macroeconómico de la zona euro, habría sido mejor que Alemania hubiera incumplido las normas presupuestarias más ampliamente.

Tal vez vaya en contra de las premisas conservadoras sobre los «déficits democráticos» y los hábitos despilfarradores de políticos irresponsables, pero la formación de la zona euro sin una constitución fiscal blindada no provocó un festival de deuda soberana desenfrenada. El trasfondo de la crisis de la zona euro fue, en realidad, un gigantesco aumento de la deuda, pero no en el sector privado, sino en el público. La zona euro acogió el mismo proceso incontrolado de generación de crédito impulsado por el mercado al que los bancos europeos estaban contribuyendo tan activamente en la economía del Atlántico Norte.



Fuente: Richard Baldwin y Daniel Gros, «The Euro in Crisis: What to Do?», en *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done* (2010), pp. 1-24, gráfico 3, http://voxeu.org/sites/default/files/file/zona del euro_Rescue.pdf

III

Como ha señalado el analista económico del *Financial Times* Martin Sandbu, la «gran desgracia» del euro fue nacer «en la mayor burbuja de crédito privado de todos los tiempos».[35] A lo que se podría añadir que no fue solo una cuestión de mala suerte. Conferir a Europa la escala necesaria para hacer frente a las incontroladas fluctuaciones del capital global que se produjeron a principios de los años setenta fue siempre la principal razón de ser de la Unión Monetaria Europea. Pero la expansión mundial del crédito de principios de los años 2000 eclipsó todo lo experimentado hasta la fecha y los bancos europeos se situaron a la vanguardia del *boom*. Los bancos franceses, alemanes, italianos, del Benelux, españoles, irlandeses y británicos inyectaron crédito en focos de crecimiento rentables. La zona euro les permitió hacerlo sin tener que reparar en fronteras ni en riesgos de

cambio. Los préstamos transfronterizos dentro de la zona euro se dispararon, aumentando incluso más rápidamente que la financiación transfronteriza a escala mundial.[36] Los banqueros europeos emplearon en la zona euro el mismo conjunto de técnicas bancarias modernas que se estaban utilizando de manera muy rentable en Londres y Nueva York. La titulización había sido un método de financiación hipotecaria en Europa. En especial en Alemania, el modelo de Pfandbrief había sido un clásico desde el siglo XVIII. Pero desde principios de los años 2000, la titulización al estilo estadounidense también se extendió por Europa. En 2007, se titularizaron en Europa préstamos por valor de más de 500.000 millones de dólares. En 2008, el total ascendió a 750.000 millones de dólares en emisiones de bonos de titulización de activos europeos, siendo los bancos de Reino Unido y España especialmente activos.[37]

Una vez más, como en el caso de las finanzas internacionales estadounidenses, es fácil engañarse sobre la dirección de estos flujos intraeuropeos. Tenemos en la cabeza un mapa claro de la jerarquía económica europea. Sabemos cuál fue el destino de los créditos: Grecia, España, Irlanda. Sabemos que Alemania fue el principal país «excedentario» y «acreedor». ¿Significa eso que Alemania financió el auge crediticio? Es indudable que tenía el mayor superávit comercial y, por tanto, era el mayor exportador neto de capitales. Pero en lo que respecta a los flujos financieros generales dentro de Europa, ese simple mapa mental es tan engañoso como lo es centrarse exclusivamente en las relaciones financieras sino-estadounidenses a escala mundial.

Gracias al trabajo de los economistas de la Comisión Europea podemos trazar un mapa del flujo de fondos dentro de Europa como parte de la circulación más amplia de fondos en la economía mundial. En el cuadrante inferior derecho de la siguiente tabla vemos el esbozo de la economía mundial que hemos trazado en los capítulos anteriores. Pero si nos centramos en los flujos intraeuropeos, es evidente que Alemania, pese a su capacidad exportadora, no dominaba el sistema financiero europeo. Alemania era el mayor prestamista neto. Su posición era similar a la de China en relación con la economía estadounidense. Sin embargo, los flujos financieros en Europa no se correspondían con el comercio más de lo que lo hacían con la economía mundial. Alemania era el campeón de las exportaciones de automóviles y de maquinaria, pero, en la banca y las finanzas, los líderes eran otros. Reino Unido, Francia, el Benelux e Irlanda

(esta última oculta en la categoría «Resto de la zona euro») eran los centros clave para los flujos financieros. La City de Londres, sede de bancos de todo el mundo, incluidos todos los grandes bancos alemanes, destaca por ser el principal socio financiero de todos los miembros de la zona euro, pese a no pertenecer a la unión monetaria. Francia y el Benelux eran especialmente importantes porque funcionaban como canales por los que fluían fondos a la zona euro desde el exterior. Las entidades de crédito estadounidenses y de otros países del resto del mundo preferían hacer negocios con conocidos homólogos franceses, holandeses y belgas, que después canalizaban los fondos a la periferia de Europa. Francia era un importante centro financiero, no porque tuviera un enorme superávit comercial, sino porque contaba con bancos grandes y ambiciosos que estaban dispuestos a pedir prestado para prestar: salieron 445.000 millones de euros de Francia y entraron 447.000 millones, dejando un desequilibrio neto de solo 2.000 millones de euros. Al mismo tiempo, salieron 602.000 millones de euros de los centros bancarios del Benelux y entraron 559.000 millones. El superávit comercial de Holanda cubría la diferencia.

Flujos financieros transfronterizos dentro de la zona euro y la economía mundial: promedios anuales, 2004-2006 (en miles de millones de euros)

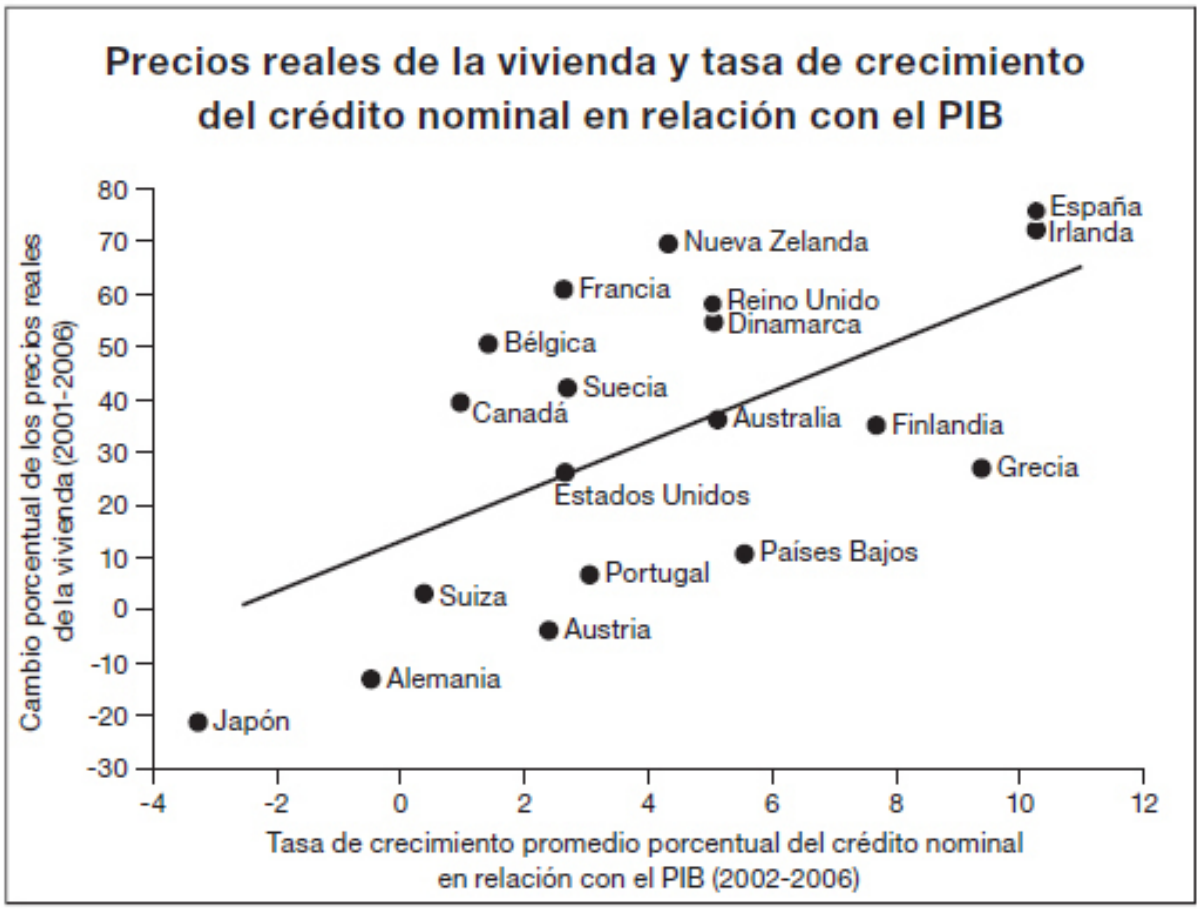
De / a	Alemania	Grecia	España	Francia	Italia	Austria	Portugal	Benelux	Resto de la zona euro	Polonia	Suecia	Reino Unido	Resto de la UE	Fuera de la UE	EE.UU.	Japón	Suiza	Resto de la OCDE	*Offshore*	Hong Kong	Resto del mundo	Total
Alemania	–	1	2	27	4	13	1	48	20	1	6	24	7	72	–6	5	9	16	7	0	9	211
Grecia	3	–	0	4	1	1	1	9	3	0	0	3	0	7	1	1	1	2	0	0	1	33
España	41	0	–	29	8	2	4	43	17	0	2	41	1	27	8	2	0	4	–18	0	23	209
Francia	27	0	16	–	15	3	2	78	15	1	2	110	3	181	68	18	9	11	29	2	40	447
Italia	23	0	7	35	–	5	0	38	24	0	0	1	1	33	9	1	1	3	–1	0	14	162
Austria	20	0	3	7	6	–	0	9	3	1	0	2	1	17	4	0	2	1	2	0	4	66
Portugal	5	0	5	3	1	0	–	4	9	0	0	–3	1	8	–1	0	4	1	4	0	2	32
Benelux	56	2	23	69	39	6	4	–	25	2	6	64	2	275	40	21	4	26	29	7	134	559
Resto de la zona euro	38	1	5	45	8	9	1	47	–	–	0	64	3	78	30	2	1	9	9	2	15	305
Polonia	4	0	1	1	1	2	0	6	2	–	0	2	0	1	2	1	–1	2	5	0	–2	20
Suecia	4	0	0	1	5	0	0	4	6	0	–	7	6	12	8	–1	–4	2	5	0	–4	39
Reino Unido	84	7	34	95	30	4	2	155	67	2	12	–	16	431	156	36	14	26	90	10	19	904
Resto de la UE	15	1	4	5	1	11	0	6	7	0	1	14	–	9	–2	1	0	4	0	0	4	82
Resto del mundo no UE	61	9	54	126	5	15	5	167	110	4	16	562	17	–	427	15	5	178	–10	71	0	1.973
Estado Unidos	29	1	8	43	–10	1	0	100	51	0	5	228	16	816	–	64	–1	82	173	6	443	1.219
Japón	–5	0	0	11	–3	0	1	14	11	0	1	59	1	80	64	–	5	4	4	–2	–11	155
Suiza	12	0	1	13	–1	1	0	14	0	1	0	35	–14	–4	16	1	–	5	23	2	–56	51
Resto de la OCDE	15	1	6	13	1	2	1	36	13	0	0	53	4	165	75	12	8	–	9	12	21	290
Offshore	18	1	–2	32	5	4	1	38	25	0	0	102	2	19	202	82	60	–7	–	64	–6	627
Hong Kong	1	0	0	–1	–1	0	0	3	1	0	0	9	0	61	8	2	0	2	16	–	31	71
Resto del mundo	–11	6	40	13	9	3	2	–46	9	2	–7	69	7	0	56	18	–53	73	–58	–11	–	87
Total	382	20	154	445	131	68	21	602	308	11	63	884	57	2.287	738	212	111	262	323	94	682	

Nota: Flujos brutos estimados (adquisiciones de activos netos) de las inversiones directas, de cartera y «otras» (excluidos los derivados financieros).
Fuente: A. Hobza y S. Zeugner, «The "Imbalanced Balance" and Its Unravelling: Current Accounts and Bilateral Financial Flows in the Euro Area», *European Commission Economic Papers* 520 (2014), tabla A. 2.

El flujo de fondos en Europa, al igual que en la economía mundial, no estuvo impulsado por el flujo comercial, sino por la lógica empresarial de los banqueros, que buscaban la financiación más barata y el mejor rendimiento. La espiral ascendente de los precios de los activos y los balances que provocó el *boom* estadounidense fue aún más pronunciada en Europa. Entre 2001 y 2006, Grecia, Finlandia, Suecia, Bélgica, Dinamarca, Reino Unido, Francia, Irlanda y España experimentaron auges del sector inmobiliario más fuertes que los que reactivaron a Estados Unidos. En Irlanda y España, la combinación de crecimiento del crédito e inflación de la vivienda fue realmente explosiva.

Fueron estos auges alimentados por el crédito los que provocaron los desequilibrios comerciales y presupuestarios en la zona euro, y no a la inversa. La masiva afluencia de crédito de todo el mundo a un punto caliente como España infló la actividad económica en el país. Esto generó sustanciosos ingresos fiscales para Madrid, que se jactó con orgullo de un superávit presupuestario. También generó pedidos de exportaciones para Alemania. La demanda externa dio un impulso a la languideciente economía alemana, aumentando los ingresos y los beneficios.[38] Sin embargo, los hogares y las empresas de Alemania no querían gastar los ingresos adicionales en el país, ni en consumo ni en inversión. El Gobierno alemán pidió prestado, pero no lo suficiente para absorber la diferencia. El excedente de liquidez del norte ayudó a financiar, a través de los mercados interbancarios, iniciativas empresariales en Europa. No sorprende que una parte acabara en España. Al final del día, las cuentas cuadraban. Los ahorros de Alemania parecen la contrapartida del déficit comercial de España, pero no es lo mismo identidad contable que relación causal. No fue el exceso de ahorro de Alemania, ni sus exportaciones, lo que produjo el *boom* en España. Fue el auge desigual impulsado por el crédito el que generó los desequilibrios de la demanda, los flujos comerciales y los desequilibrios en los ahorros. El sistema bancario europeo ofrecía una intermediación flexible. Si la economía doméstica de Alemania hubiera sido más fuerte, su demanda de importaciones habría sido mayor y los desequilibrios comerciales dentro de la zona euro podrían haber sido

menores. Una parte algo mayor de la economía española se podría haber orientado hacia la fabricación de productos para exportar a Alemania en lugar de abastecer el auge interno. Sin embargo, no hay ninguna razón para creer que un flujo menor de ahorro neto de una Alemania con un crecimiento más rápido hubiera contribuido a frenar el auge impulsado por el crédito en Irlanda o España. En las finanzas modernas, el crédito no es una suma fija limitada por los «fundamentos» de la «economía real». Es una cantidad elástica, que durante un alza de los precios de los activos fácilmente se puede autoexpandir a escala transnacional.



Fuente: Prakash Kannan, Pau Rabanal y Alasdair M. Scott, «Macroeconomic Patterns and Monetary Policy in the Run-up to Asset Price Busts», documentos de trabajo del FMI (noviembre de 2009), gráfico 2.

¿Dónde encaja aquí Grecia, el país que se convertiría en el epicentro de la crisis de la zona euro? Está presente, pero muy poco. Del flujo anual de financiación transfronteriza dentro de la zona euro entre 2004 y 2006, que como promedio ascendía a aproximadamente 1,8 billones de euros, Grecia

percibió 33.000 millones de euros. Esa cifra es menos del 2%, proporcional al peso de Grecia en el PIB de la zona euro. De ese flujo de fondos, una proporción mayor que en el caso de Irlanda y España fue a parar al estado griego. Pero Grecia también experimentó un *boom* inmobiliario similar al de Estados Unidos. La señal de alarma en Grecia no fue la afluencia anual de capitales después de 2001, sino el hecho de que los nuevos préstamos se sumaban a la enorme deuda ya acumulada en decenios anteriores. Qué ocurriría si el flujo de fondos se interrumpía abruptamente era una cuestión preocupante, pero, a tenor del pequeño tamaño de Grecia, apenas acaparaba titulares.

Posteriormente se diría que el BCE debería haber hecho más para desalentar la expansión en Irlanda y España. E indudablemente es cierto que esto resultó más difícil debido a que fijó un único tipo de interés para toda la zona euro. En realidad, al fijar unos tipos bajos, el BCE dio más prioridad a la necesidad de estimular la economía alemana que a la contención del auge en la periferia. Fue una decisión razonable. La economía alemana es mucho más grande. Además, en vista de las atractivas tasas de rentabilidad en los puntos calientes de la economía europea, es ilusorio imaginar que el BCE pudiera haber frenado el *boom* con una subida de los tipos. Si son ciertas las estadísticas empresariales de la UE, las inversiones en el sector turístico e inmobiliario en España ofrecían unas tasas de rentabilidad del 30% o más. No es de extrañar que atrajera tantas inversiones.[39] En un mundo con las finanzas globalizadas, el BCE no podía limitar los flujos de capital a este tipo de puntos calientes igual que la Fed no podía cortar la entrada de capitales en Estados Unidos. Los bancos de Irlanda fueron un ejemplo ilustrativo. Obtenían su financiación mayorista en la City de Londres, fuera de las competencias inmediatas del BCE.[40]

Para haber frenado los auges habría sido necesario no un pequeño ajuste de los tipos de interés del BCE, sino una movilización a gran escala en materia de política económica por parte de los gobiernos de los países en expansión. Podría haber incluido el endurecimiento de las normas para la concesión de préstamos, la desaceleración del crecimiento en el sistema bancario e incluso una política fiscal más restrictiva. En realidad, en el caso de España, los grandes bancos internacionalizados estuvieron muy controlados. Los inversores extranjeros esperaban unos elevados estándares de gobernanza. Y superaron bien la crisis.[41] Sin embargo, no se puede decir lo mismo de las entidades hipotecarias locales, las cajas, que concentraban

el 50% del mercado del crédito.[42] Estaban estrechamente relacionadas con la política local y muy implicadas en el *boom* inmobiliario. Entre 2002 y 2009, su negocio se multiplicó por 2,5, lo que dio como resultado un balance combinado de 483.000 millones de euros o el 40% del PIB español.[43] Los esfuerzos para restringir sus préstamos eran vistos como un intento centralizador de Madrid. Y ¿por qué debían los políticos de España adoptar una medida tan impopular? Uno de los efectos secundarios de una burbuja es que hace que los balances parezcan buenos. Las reformas duras parecen innecesarias y punitivas.[44] Los españoles estaban disfrutando de un ansiado regreso al centro de atención. Empresas como Telefónica, Ferrovial y el Banco Santander se estaban perfilando como compañías globales. El gigante de la moda Zara convirtió a su propietario, Amancio Ortega, en la persona más rica de Europa. El presidente del gobierno José Luis Rodríguez Zapatero presionó para que España fuera invitada a sentarse a la mesa de un G8 ampliado. Con unos servicios sociales eficientes y unos ingresos fiscales elevados, el presupuesto público de España estaba mucho mejor que los de Francia o Alemania. ¿Por qué poner freno a una aceleración del crecimiento del sector privado que parecía tan saludable?

Aumento del endeudamiento en la zona euro (% de PIB), 2000-2007

	Hogares	Sociedades no financieras	Sociedades financieras	Público	Aumento total de la deuda	Índice real de precios de la vivienda
Bélgica	7	57	124	–26	162	48,7
Alemania	–10	0	33	5	27	–14,0
Irlanda	54	–13	612	–8	645	52,8
Grecia	32	13	41	4	90	37,2
España	34	78	74	–24	162	73,1
Francia	15	20	113	5	152	81,7
Italia	17	23	22	–7	55	37,6
Países Bajos	32	–42	217	–12	195	14,4
Austria	7	68	72	–7	140	1,2
Portugal	26	12	71	13	122	–11,2
Finlandia	23	–77	70	–11	4	37,7
Zona Euro-11	21	12	132	–6	159	28,3
Dinamarca	37	60	145	–26	216	57,9
Suecia	24	49	70	–10	133	55,3
Reino Unido	31	–34	367	1	365	63,4
Promedio	**23**	**15**	**145**	**–7**	**176**	**38,3**

Fuente: Calculado a partir de datos de Eurostat y la OECD (para el índice real de precios de la vivienda) en S. T. H. Storm y C. W. M. Naastepad, «Myths, Mix-ups and Mishandlings: What Caused the Eurozone Crisis?», conferencia anual de Instituto para el Nuevo Pensamiento Económico, «Liberté, Égalité, Fragilité», París, Francia, abril de 2015, https://www.inetecono mics.org/uploads/papers/The-zona del euro-Crisis.pdf

En la reducida élite política de Irlanda reinaba una euforia similar. Los políticos, mimados por las inversiones de la UE e incestuosamente relacionados con banqueros y constructores, presumían del atractivo mundial del Centro Internacional de Servicios Financieros de Dublín. El régimen fiscal irlandés permitió a las empresas extranjeras hacer que centenares de miles de millones de dólares en beneficios escaparan a las autoridades fiscales de Estados Unidos y el resto de Europa. Pese a ser miembros de la zona euro y beneficiarse enormemente de las subvenciones de Bruselas, a los irlandeses les gustaba considerarse un «puesto avanzado de los valores del libre mercado estadounidenses (o anglo-estadounidenses) en el extremo más alejado de un continente en el que diversos tipos de

socialdemocracia seguían siendo la norma política».[45] En las elecciones presidenciales de 2008 en Estados Unidos, el mundo fue testigo de un incongruente espectáculo cuando Phil Gramm, el máximo defensor de la desregulación en el Congreso en los años noventa y asesor económico del candidato republicano John McCain, promocionó a Irlanda como el ideal de una economía con baja tributación. El desacreditado ex primer ministro Bertie Ahern recorrió el mundo vendiendo al público los beneficios de la «globalización económica extrema, los bajos impuestos a las personas físicas y las empresas, un gobierno "propicio para los negocios" y escasa regulación».

IV

La creación de una unión monetaria entraña muchos riesgos y sin duda habría tenido sentido que Europa hubiera añadido una unión fiscal. Pero el principal problema de Europa no era la falta de unas normas contra incendios fiscales, sino la inexistencia de un cuerpo de bomberos financiero.[46] La limitación más importante en la construcción de la UE no era tanto la unión fiscal, sino una unión capaz de gestionar coordinadamente una crisis bancaria. Para lidiar con un capitalismo financiero muy integrado es necesario que el estado sea disciplinado, tenga capacidad para actuar y esté dispuesto a hacerlo. Para hacer frente a una crisis bancaria de la magnitud de la que se estaba gestando en Europa se necesitaba una Unión Europea con competencias y capacidades.

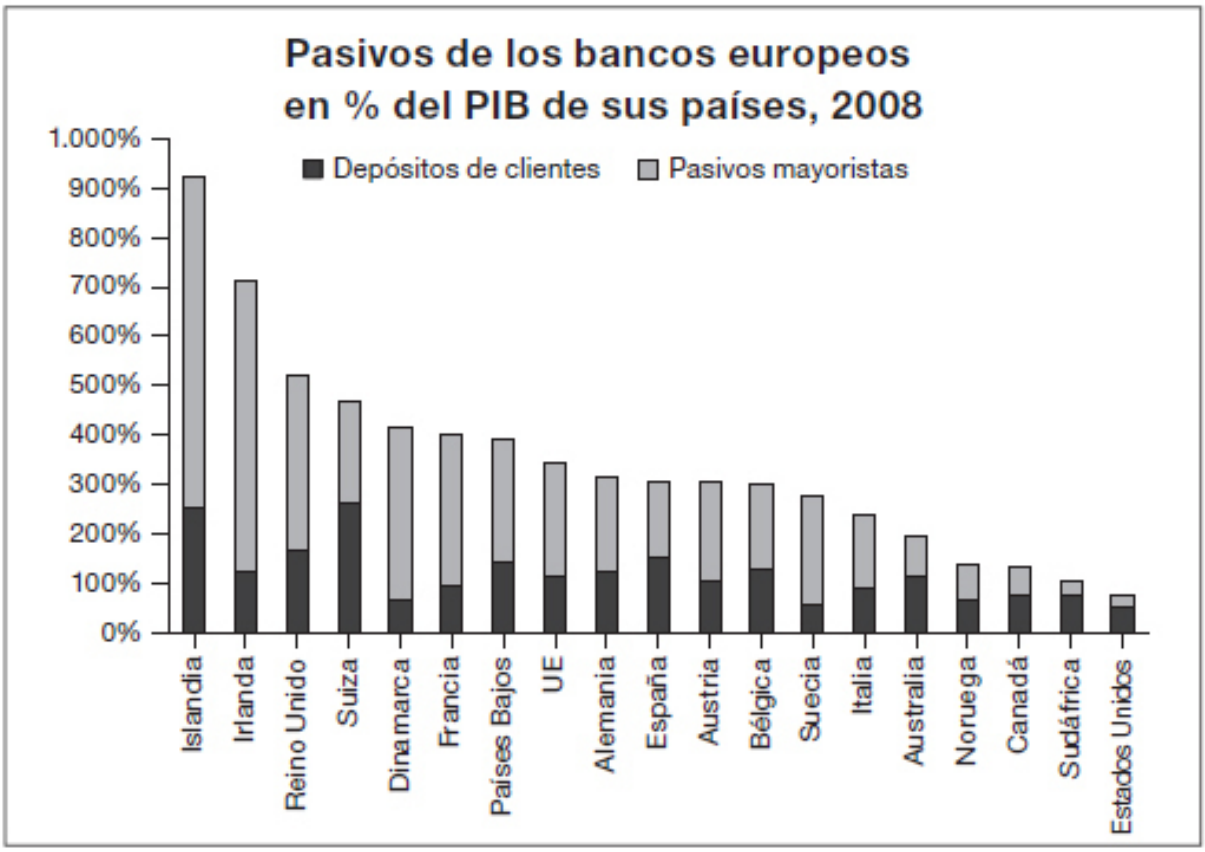
Solo resulta evidente lo necesaria que era esta estructura cuando agrupamos las actividades locales y globales de los bancos europeos para obtener una visión completa de su exagerado crecimiento. Los bancos estadounidenses eran muy grandes e importantes para las finanzas mundiales, pero era en Europa donde la financiación bancaria se había incrementado de un modo más desproporcionado.[47] Los bancos europeos siempre habían sido grandes. A diferencia de lo que ocurría en Estados Unidos, donde los mercados de valores y bonos eran las principales fuentes de financiación empresarial, las economías de Europa habían recurrido durante mucho tiempo al canal bancario. Pero al extenderse por toda la UE y alimentarse del circuito financiero con Estados Unidos, los bancos europeos habían adquirido un tamaño gigantesco. En 2007, los tres mayores bancos del mundo por activos eran todos europeos: RBS, Deutsche Bank y

BNP. Juntos, sus balances suponían el 17 % de PIB mundial. El balance de cada uno de ellos se acercaba al PIB de su país de origen (Gran Bretaña, Alemania y Francia), las tres mayores economías de la UE.[48] En la pequeña Irlanda, la situación era mucho más extrema. Los pasivos de sus bancos representaban el 700 % del PIB. Francia y los Países Bajos rivalizaban entre sí, con pasivos que equivalían al 400 % del PIB. Los bancos de Alemania y España tenían pasivos que ascendían al 300 % del PIB. Según estos parámetros, en todos los miembros de la zona euro «el exceso de bancos» era al menos tres veces superior al de Estados Unidos. Además, los bancos europeos dependían mucho más de la financiación «mayorista», más volátil y basada en el mercado, que sus equivalentes estadounidenses.

En vista del tamaño de los balances y de la complejidad de los negocios bancarios europeos, era previsible que solo las medidas colectivas fueran suficientes para superar una crisis que se podía extender por toda la eurozona. El llamamiento en favor de una acción unitaria para contener, disciplinar y asegurar un sector concreto de la actividad empresarial no desentonaba con la historia de Europa. De hecho, en el origen de la integración estuvo la comprensión de que las industrias del carbón y del acero de Europa eran fuentes de conflicto e inestabilidad. De esa lógica había surgido la Comunidad Europea del Carbón y del Acero como un primer paso hacia el «rescate europeo del Estado nación».[49] Asimismo, en los años sesenta se había ideado la Política Agrícola Común para contener los costes indirectos de las políticas nacionales de apoyo al sector agrario. Esta visión sectorial de la UE no pasó de moda hasta los años ochenta, cuando fue desplazada por la engañosa simplicidad del mercado único. Esta era la verdadera deficiencia de la zona euro. Era una unión monetaria que unificaba los mercados financieros, pero no se dotaba de ninguna de las instituciones de gobierno necesarias para una unión bancaria. Si existía una razón urgente por la que Europa necesitaba realmente una unión fiscal era para proporcionar apoyo financiero necesario para un gigantesco fondo de garantía de depósitos y de rescate.

A finales de los años noventa, cuando ya estaba cerca la Unión Monetaria Europea, Larry Summers tuvo la osadía de preguntar en un encuentro internacional de expertos financieros: «¿Podrían explicarme los europeos aquí presentes qué ocurriría si un banco en España se metiera en problemas serios? ¿Cuáles son las responsabilidades respectivas de las

autoridades españolas de supervisión, del Banco de España, el BCE y Bruselas?». Las preguntas fueron recibidas con silencio. Tras una incómoda pausa, se produjo una «caótica discusión entre los europeos, que concluyó sin resolverse y con la sensación de que no querían airear sus trapos sucios delante del resto de nosotros».[50] Al rememorar el incidente, Summers atribuyó el caos y el embarazoso silencio a la habitual desunión de los políticos europeos. Pero la verdad es que no era tan diferente de Estados Unidos. Tampoco nadie en Estados Unidos quería pensar en quiebras bancarias, ni en 1997 ni en 2007. En realidad, como dejó muy clara su reacción a los comentarios poco diplomáticos de Rajan en la conferencia de Jackson Hole en agosto de 2005, Summers era una de las «personas muy serias» que imponía este tabú. El estado de negación era habitual. La diferencia era que cuando sucedía lo impensable, Estados Unidos disponía de una estructura federal desde la que improvisar una respuesta. La desgracia de la UE fue que cuando golpeó la crisis, carecía de esta clase de estructuras. Además, la crisis llegó en un momento en el que los esfuerzos de la UE para establecer un marco constitucional más sólido habían tropezado con limitaciones políticas básicas en clave nacional.



Nota: En 2008.
Fuente: https://qz.com/19386/europe-is-still-massively-overbanked-by-the-way/. Basado en datos de Barclays Research.

Hasta principios de los años 2000, la UE operó en un contexto de lo que los politólogos denominaban «consenso permisivo».[51] La población europea aceptó el progresivo impulso en pro de una unión cada vez más estrecha sin entusiasmo, pero también sin protestas. La UE no es una presencia molesta. Contrariamente al mito predominante, la UE no es en modo alguno una gigantesca burocracia. La UE emplea a menos personas que la mayoría de las ciudades de tamaño mediano. Pero era una estructura constitucional incoherente y en expansión que carecía de algunos controles democráticos. Era claramente insatisfactoria y lo sería aún más cuando en 2004 se ampliara para incluir a los nuevos miembros de Europa del Este. En diciembre de 2001, el Consejo Europeo encargó a una Convención Europea la elaboración de un documento constitucional que garantizara una mayor eficacia, unas líneas de responsabilidad más claras y preparara el terreno para la ampliación europea. La convención consistía en una comisión de pesos pesados presidida por un viejo veterano del europeísmo francés, el ex

presidente Giscard D'Estaing.[52] La propuesta consagraba un nuevo equilibrio entre la toma de decisiones centralizada por mayoría y el irreductible papel de los estados nación europeos. Subordinaba todas las instituciones y todos los tratados que habían constituido los pilares de la integración europea. La aspiración de Europa consistía en ser una «economía social de mercado» que diera prioridad al pleno empleo, «la justicia social» y la «solidaridad entre generaciones», así como la lucha contra la «exclusión social y la discriminación», al tiempo que prometía ser «altamente competitiva».[53]

La constitución era una grata amalgama de todas las panaceas de la buena gobernanza de principios de los años 2000. El movimiento sindical europeo dio su aprobación. Tony Blair y el gobierno del Nuevo Laborismo estaban entusiasmados. En Washington D. C., al Proyecto Hamilton seguramente le habría complacido suscribirla. Pero el 29 de mayo de 2005, la constitución fue rechazada en un referéndum popular en Francia y después, en junio, en los Países Bajos. La hostilidad de la izquierda hacia el carácter promercado de la UE y la hostilidad nacionalista hacia Bruselas se unieron para formar mayorías sólidas en su contra. La conmoción fue profunda. El consenso permisivo había muerto. Independientemente de los aciertos y errores de la constitución, la democracia popular se había impuesto y la élite europea quedó sumida en un profundo estado de confusión.[54] Habida cuenta de la integración económica y financiera cada vez más estrecha y de la ampliación de la UE hacia Europa del Este, no se podía renunciar al proyecto de reorganizar Europa. Había que encontrar un sustituto. Si una verdadera constitución ya no era una propuesta viable, Europa tendría que recurrir a la fórmula ya probada de los tratados intergubernamentales, lo que confería un papel clave a Alemania y, desde noviembre de 2005, esta responsabilidad recaía sobre la canciller Angela Merkel.

La relación de Merkel con Europa era bastante diferente de la de su mentor, Helmut Kohl.[55] Dado que había crecido en Alemania del Este durante la guerra fría, su temprana fascinación por el resto del mundo se centró primero en Rusia y después en Gran Bretaña y Estados Unidos. Esto concordaba con su apoyo al globalismo y sus causas en los años noventa, incluidas las políticas ambientales y el cambio climático. La Alemania unificada es lo que realmente la influyó. Además, el mundo de Merkel era más grande que Europa. La implicación crucial era que, en los asuntos

europeos, la canciller alemana no buscaba en Bruselas las soluciones. No era federalista. En lugar de ver el futuro de Europa en la construcción de instituciones europeas comunes y la maquinaria dirigida desde Bruselas, Merkel abogaba por sólidos acuerdos entre gobiernos. Buscaba grandes acuerdos entre los Estado nación europeos. Hay quienes sospechan que esto encubre un proyecto de dominación alemán.[56] En los extremos de la política alemana había nacionalistas de los que se podría decir que esto es cierto, pero Merkel no era uno de ellos, ni tampoco otras personalidades clave de la dirección del CDU, como su ministro del Interior, Wolfgang Schäuble, quien en 2009 sustituiría a Steinbrück al frente del Ministerio de Hacienda durante el segundo mandato de Merkel. A diferencia de Merkel, Schäuble era un federalista que deseaba que el núcleo duro de Europa avanzara hacia una fase superior de integración. Lo que compartían no era un deseo de dominar Europa. No había un gran proyecto hegemónico en Berlín a principios del siglo XXI. Lo que tenían en común era la convicción de que Alemania no solo tiene derecho a actuar en los asuntos europeos como un actor con poder de veto seguro de sí mismo, sino que ese es su verdadero papel histórico. La terrible historia de Alemania proscribe las estrategias de dominación o incluso un liderazgo excesivamente firme. Sin embargo, el éxito de la República Federal le da derecho a insistir en que las soluciones europeas cumplan sus normas y en que Berlín aplicará estas como estime oportuno. Se trataba de una postura minimalista, exigente y a veces arbitraria y egoísta. La posición de «Madame Non» que Merkel asume con demasiada facilidad en los asuntos europeos estaba firmemente respaldada por su electorado nacional. Si había un punto débil, no era un deseo reprimido de dominación, sino una tendencia a subestimar hasta qué punto el éxito y la importancia internacional de Alemania eran en realidad interdependientes de Europa. También otorgaba a Alemania el derecho a marcar el paso. Un veto requiere tiempo, y durante una crisis urgente, ya sea financiera o de política exterior, la pérdida de tiempo puede cobrarse un alto precio. Cuanto más grave es la crisis, más decisivo es el control sobre el reloj ejercido por el actor con poder de veto. Cuando Europa se adentró en aguas turbulentas, era previsible que aumentaran tanto el temor a la «dominación alemana» como los llamamientos en pro del liderazgo de Alemania. Y también la determinación de Berlín de controlar el ritmo de los acontecimientos.

Fue una fatídica coincidencia que, tras la debacle constitucional de 2005, fuera Alemania quien asumiera la presidencia rotatoria del Consejo de la Unión Europea. En ese momento, al principio de su carrera como canciller, Merkel asumió la responsabilidad de reformular y lograr que se aprobara un sustituto de la fallida constitución. El resultado, tras meses de meticulosa elaboración por Berlín bajo mucha presión, fue el tratado de Lisboa en diciembre de 2007. Al igual que la constitución a la que sustituía, el tratado de Lisboa fusionaba los múltiples pilares del proyecto de integración europea en una única Unión Europea con una población de 500 millones de habitantes. Creaba una nueva política exterior y de seguridad para la UE, simplificaba la Comisión Europea y establecía el principio de votación por mayoría, que era esencial para que una estructura tan ampliada fuera manejable. Pero, sobre todo, institucionalizaba el Consejo como la representación de los gobiernos nacionales de Europa y establecía la presidencia del Consejo como su representante permanente. Ponía fin a cualquier pretensión por parte de la Comisión y de su presidente de ejercer un liderazgo ejecutivo.[57] Muchas de las disposiciones fundamentales del tratado constitucional original se mantuvieron, pero la derrota de 2005 dejó una huella indeleble. Se reafirmó la preeminencia de los gobiernos nacionales europeos. En el futuro inmediato, no se adoptarían nuevas medidas con miras a la integración federal. La política en Europa no se haría de manera centralizada en Bruselas, sino mediante negociaciones entre los distintons gobiernos.

Cuando el primer *boom* financiero del siglo XXI comenzó en 2007, Europa se encontraba en una situación conflictiva. Estaba muy integrada en el plano económico, con el BCE presidiendo desde la distancia un sistema financiero hiperactivo que vinculaba a la zona euro con la City de Londres y Wall Street. Sin embargo, las políticas más amplias de integración europea estaban en retirada. El tratado de Lisboa consagraba el intergubernamentalismo y los votantes europeos habían manifestado su voluntad de ejercer el veto contra otras medidas. En vista de este desequilibrio, era una incógnita cómo respondería la UE ante una crisis imprevista. Y esta observación iba más allá de las finanzas.

IV

Si se compara el debate político en Europa y Estados Unidos a principios de los años 2000, se puede apreciar que muchas preocupaciones eran compartidas. Los expertos en políticas de ambos continentes estaban centrados en la disciplina presupuestaria y la competitividad internacional, los incentivos del lado de la oferta, el gasto público eficiente, los déficits, las políticas de bienestar con base empírica, la reforma de la educación y los mercados laborales flexibles. Estos eran los dogmas de la diluida doctrina de la economía de mercado centrada en la oferta heredada de la época de Reagan y Thatcher y del consenso de Washington de los años noventa. Los encargados de elaborar políticas de ambos lados del Atlántico también compartían los puntos débiles. Al compartir una profunda fe en los mercados, ninguno se dio cuenta de la amenaza que representaba el nuevo modelo bancario basado en el mercado. En ambos lados del Atlántico hicieron caso omiso de los riesgos que se acumulaban en bancos sobreapalancados, que dependían de enormes cantidades de financiación mayorista. ¿Por qué, entonces, les resultó tan difícil reconocer los riesgos compartidos? Y ¿por qué los relatos sobre la crisis a ambos lados del Atlántico divergían tanto desde 2008?

Si buscamos una diferencia fundamental, seguramente sea la siguiente: desde la mañana del 11 de septiembre de 2001, Estados Unidos era una superpotencia en guerra. Y no solo eso. Durante la administración Bush, era un régimen que libraba una guerra mundial contra el terrorismo. La reacción inicial de Europa a los atentados del 11 de septiembre fue de solidaridad. La expulsión de los talibanes de Kabul contó con el respaldo general. Pero durante el invierno de 2002-2003, mientras Washington y Londres presionaban para invadir Irak, esa sensación de compromiso común se desvaneció. Los gobiernos alemán y francés se opusieron a la guerra, al igual que millones de ciudadanos europeos que inundaron las calles en unas de las manifestaciones más numerosas de la historia de Europa. Fue en ese momento cuando el neoconservador estadounidense Robert Kagan acuñó la famosa frase de que los estadounidenses eran de Marte y los europeos de Venus.[58] Los principales intelectuales europeos respondieron del mismo modo. Una pareja improbable, Jürgen Habermas y Jacques Derrida, publicó una enérgica réplica. Significativamente, para ellos la división transatlántica trascendía la política exterior. Se extendía a la política social y a la cultura política. A principios del siglo XXI, equivalía nada menos que a una fractura entre civilizaciones, a una bifurcación dentro

de la modernidad, entre el escarmentado mundo postimperial de Europa y la expansiva e imperialmente agresiva angloesfera.[59]

Una profunda brecha separa habitualmente los relatos sobre la geopolítica mundial tras el 11 de septiembre de nuestros discursos sobre la génesis de la crisis financiera. Pero si miramos atentamente, es evidente que el cenagal iraquí persiguió a la élite política de Washington a principios de los años 2000, reviviendo aterradores recuerdos de Vietnam y de la crisis estadounidense de poder y autoridad de los años treinta. El ascenso de China aumentaba la sensación de amenaza. La descripción de Larry Summers del equilibro comercial sino-estadounidense como un equilibrio del terror financiero era reveladora. No era eso lo que los alemanes o los holandeses pensaban de sus superávits comerciales. La extendida militarización del lenguaje de los dirigentes nacionales de Estados Unidos se volvería aún más patente cuando empezó la crisis. Tanto en su retórica como en su concepción de sí mismos, crearían una división transatlántica fundamental.

En términos de cultura política, las diferencias eran innegables, pero tomarse al pie de la letra el tan proclamado distanciamiento transatlántico de principios de los años 2000 como una descripción de la realidad geopolítica o económica sería un doble autoengaño.[60] La idea de que la «Europa social» se había desviado en esencia de la lógica del «capitalismo financiero» turboalimentado ejemplificado por Estados Unidos era una ilusión. En realidad, el capitalismo financiero europeo había crecido aún más espectacularmente y le debía una gran parte de ese crecimiento a su profunda implicación en el *boom* estadounidense. Además, pese a las diferencias sobre Irak, la pose de inocencia geopolítica de Europa es un fenómeno reciente en la historia. Aunque Francia se opuso a la guerra de Irak, sigue siendo un curtido guerrero poscolonial. Europa tampoco libra solo «pequeñas guerras». En época tan reciente como los años ochenta, los miembros europeos de la OTAN participaron activamente para ganar la guerra fría e imponer la victoria. En vista de la drástica escalada de la tensión con la Unión Soviética, no podía haber más en juego. Especialmente notable fue el compromiso de la República Federal con el poder duro. En su momento de mayor apogeo, la Bundeswehr contaba con una dotación permanente de 500.000 efectivos y con capacidad para movilizar a 1,3 millones. El despliegue de misiles nucleares de crucero y Pershing en Europa en 1983 fue una iniciativa transatlántica que unió a una

generación de atlantistas para hacer frente a la oposición concertada de la izquierda tanto en Europa como en Estados Unidos.[61] Los sumos sacerdotes del culto a la inocencia en la Europa del siglo XXI residen, naturalmente, en Bruselas. Pero, aunque puede que la UE prefiera negar el hecho, en el mundo de la posguerra fría no permaneció ni mucho menos inactiva en el ámbito geopolítico. Mantuvo relaciones complejas con sus vecinos del Mediterráneo y de Europa del Este que no se podían desvincular fácilmente del poder duro de la OTAN o de la vigilancia fronteriza coercitiva. Y esto tendría importancia, ya que mientras la UE se mantenía a distancia del embrollo de Oriente Medio y se negaba a ver el ascenso de China como una amenaza geopolítica, a las puertas de Europa estalló un violento enfrentamiento entre las grandes potencias, y lo hizo justamente mientras el sistema bancario mundial empezaba a desmoronarse. En agosto de 2008, mientras los mercados financieros se precipitaban hacia el desastre, Rusia entró en guerra con Georgia, un país respaldado por Occidente.

Capítulo 5
UN MUNDO MULTIPOLAR

El regreso de Rusia a la escena internacional a principios de los años 2000 se debió más al crecimiento económico mundial que al ascenso de China. Rusia bombeaba petróleo y gas a los mercados mundiales. Sus bancos y empresas industriales pedían préstamos con entusiasmo en Europa y Estados Unidos. Al igual que China, tenía una enorme reserva de dólares, pero, a diferencia de esta, su interrelación financiera y económica con Estados Unidos era indirecta. Rusia no obtenía sus dólares exportando a Estados Unidos. Vendía el gas y el petróleo a Europa y Asia. Además, mientras el Partido Comunista Chino se acercaba a Occidente con confianza en sí mismo, las heridas de la derrota de la Unión Soviética en la guerra fría aún seguían abiertas. No había buenos recuerdos de la época «Nixon-Kissinger» en el Kremlin. Por tanto, no fue una casualidad que fuera el presidente ruso Vladimir Putin, un agente del KGB durante la guerra fría, quién planteara la pregunta que China y Estados Unidos preferían no formular en voz alta. Putin exigía saber cuáles eran las consecuencias de una economía mundial reequilibrada y reintegrada para el orden geopolítico. Putin no solo planteó la pregunta. Al hacerlo, expuso una clara falta de acuerdo en Occidente (dentro de Europa y entre Europa y Estados Unidos) sobre qué tipo de arquitectura internacional debía enmarcar el desarrollo económico y financiero, no solo en el mundo en general, sino en particular en las mismas puertas de Europa, en Europa del Este, el escaparate de la transición capitalista en el mundo de la posguerra fría.

I

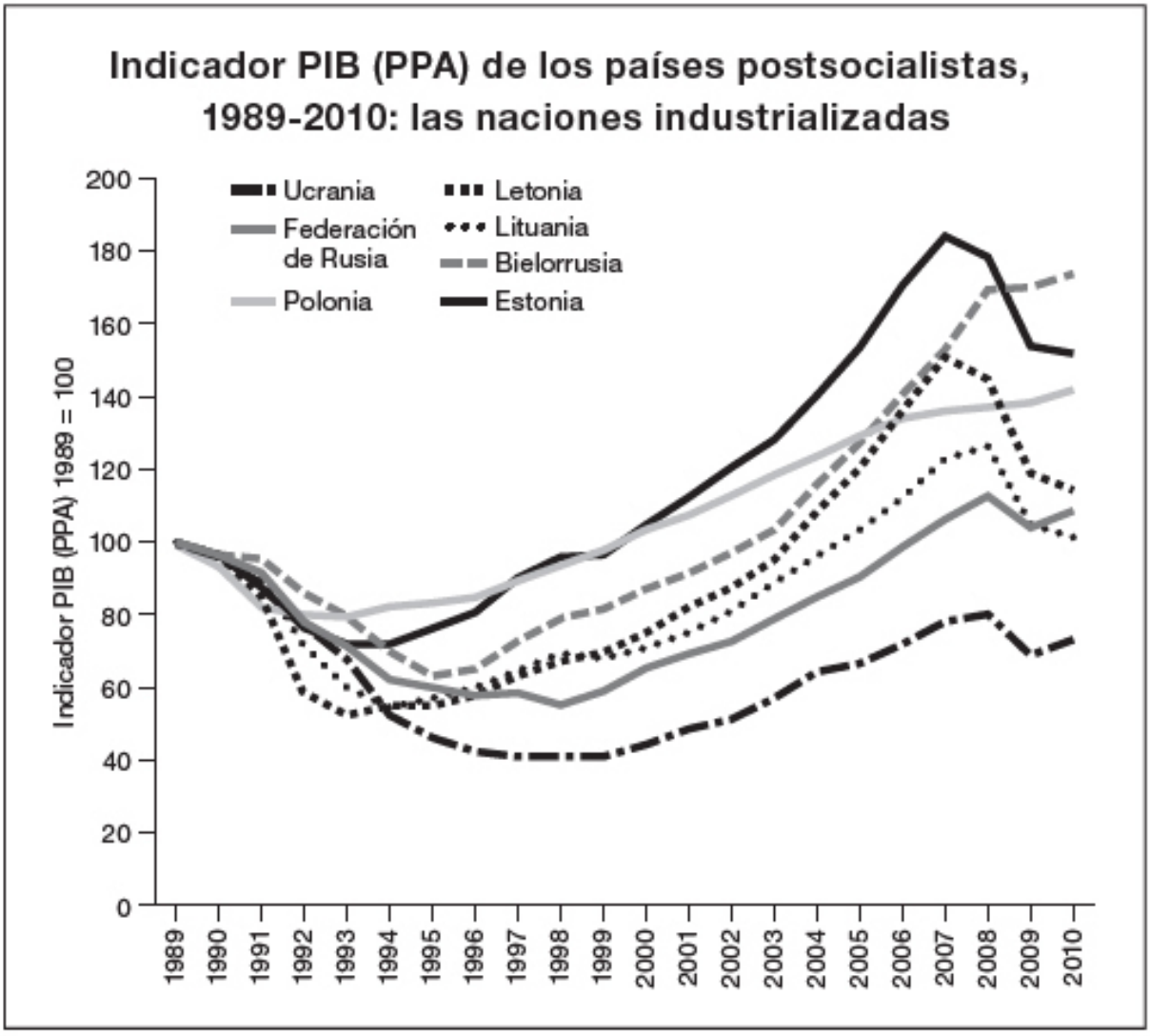
En Europa, a diferencia de en Asia, la victoria de «Occidente» sobre el comunismo fue absoluta. Fue un triunfo del poder tanto blando como duro, del poderío militar, político y económico. Aunque los alemanes quizá atribuían más mérito a Gorbachov y a la diplomacia de la distensión, y los estadounidenses a Reagan y la guerra de las galaxias, la Alianza Atlántica estaba unida en la victoria. Nadie se benefició más del final de la guerra fría

que una Alemania recién reunificada y fue la cooperación germano-estadounidense la que aseguró la victoria. En 1990, el presidente francés François Mitterrand impulsó una visión conciliadora que consistía en integrar al antiguo bloque soviético en una política europea común en materia de seguridad que sustituyera tanto a la OTAN como al pacto de Varsovia.[1] Pero ni Helmut Kohl ni George Bush quisieron tener nada ver con ello. Occidente había ganado y establecería las condiciones de la reunificación europea.

La caída del muro de Berlín y la disolución de la Unión Soviética en diciembre de 1991 dejaron a Rusia menguada y aislada. Rusia no había sido tan humillada desde los aciagos días de la ruinosa paz de Brest-Litovsk de Lenin en 1918. Con Yeltsin, las relaciones de Moscú con Occidente fueron amistosas. Pero la economía rusa estaba hundida. En palabras de George Soros, Rusia era «una economía centralizada con el centro destruido».[2] En la denominada recesión transicional, la inflación se disparó y el PIB real sufrió una caída del 40 % entre 1989 y 1995. El «martes negro», el 11 de octubre de 1994, el rublo perdió más de una cuarta parte de su valor respecto al dólar en una única sesión de frenética compraventa de divisas. La economía rusa no se estabilizó hasta 1995. Una ligera recuperación impulsada por grandes importaciones de capital extranjero permitió a Rusia recuperar el pulso antes de volver a desequilibrarse debido a la crisis financiera asiática de 1997.[3] El banco central ruso, en un intento por mantener el tipo de cambio, instituyó controles de cambio y solicitó un préstamo de emergencia del FMI.[4] Pero en agosto de 1998, el gobierno de Yeltsin perdió el control. El 17 de agosto, Moscú devaluó la moneda y decretó una moratoria de noventa días en el pago de las deudas externas contraídas por bancos rusos. El rublo cayó en picado, pasando de 7 rublos por dólar a 21. El costo de las importaciones se incrementó. Los rusos que habían pedido préstamos en el extranjero se enfrentaban a la bancarrota. El 19 de agosto, el Gobierno ruso suspendió los pagos de su deuda interna denominada en rublos. En octubre de 1998, con el 40 % de la población viviendo por debajo del nivel mínimo de subsistencia, Moscú se vio obligada a pedir ayuda a la comunidad internacional para pagar las importaciones de alimentos. Cuando la inflación se disparó a una tasa anualizada del 84 %, los rusos perdieron la confianza en su moneda nacional. A comienzos del nuevo milenio, los dólares representaban el 87 % del valor de todo el efectivo en circulación en Rusia. Después de Estados

Unidos, Rusia era la mayor economía dolarizada del mundo. Los inversores internacionales en Rusia tenían que pagar los impuestos locales en divisas estadounidenses. Rusia se convirtió en el experimento definitivo de la dolarización, en una antigua superpotencia con armas nucleares con una moneda suministrada desde Washington.[5]

Con la excepción de la recién independizada Ucrania, Rusia fue el más perjudicado de los países postsoviéticos, aunque los primeros años de la década de los noventa fueron duros en todo el antiguo bloque oriental.[6]



Fuente: http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/home.htm

Mientras desmantelaban la estructura institucional de planificación, las economías de Europa del Este y la antigua Unión Soviética experimentaron

un trauma económico. Por término medio, la producción se redujo en más de un 30 % entre 1989 y 1994. La inflación, el desempleo y la desigualdad social se dispararon cuando los salarios reales se hundieron y los sistemas de protección social del período comunista se desintegraron. En los estados bálticos, el impacto en los sueldos en los años noventa fue asombroso. Los salarios cayeron un 60 % en Estonia y un 70 % en Lituania. Para muchos millones de personas, la mejor opción fue emigrar, de manera ilegal si era necesario.

Este fue el contexto en el que la OTAN y la UE decidieron la ampliación al Este, estabilizando la crisis inmediata, ofreciendo orientación para el futuro y redibujando para siempre el mapa geopolítico.[7] La doble ampliación de la UE y OTAN no fue coordinada. Fue impulsada tanto por los propios europeos del Este como por Washington, Berlín y París. Polonia, Hungría, los checos y los eslovacos (el grupo de Visegrado) empezaron a presionar para incorporarse a la OTAN ya en febrero de 1991. La UE presentó un acuerdo de asociación. Sin embargo, la decisión de ampliar la UE no se produjo hasta 1993 y las condiciones solo se especificaron detalladamente en 1997. Mientras algunos observadores externos reclamaban un Plan Marshall para impulsar el desarrollo económico, lo que la UE ofreció a los países aspirantes de Europa del Este fue asistencia técnica y especializada mientras emprendían una transformación total, desde las finanzas públicas hasta las infraestructuras de transportes, los derechos de propiedad y el ordenamiento jurídico. Al centrarse únicamente en la dimensión militar, la OTAN pudo avanzar con más rapidez. Los polacos, los húngaros y los checos fueron admitidos como miembros de pleno derecho ya en 1999. El *big bang* tuvo lugar en 2004. El 1 de abril de 2004, Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania, Eslovaquia, Eslovenia y Rumanía se incorporaron a la OTAN. Un mes más tarde, todos ellos excepto Bulgaria y Rumanía, también se integraron en la UE. Se juzgó que los dos rezagados estaban listos para la adhesión a la UE en 2007.

Tuvieron que transcurrir quince años desde el fin de la guerra fría. Hubo dudas en Washington y muchos gobiernos de Europa occidental se mostraron reacios a embarcarse en la ampliación hacia el este. Era probable que los costes fueran enormes y el riesgo de provocar a Rusia era evidente. En 2003, las divisiones sobre la invasión de Irak eran profundas y embarazosas.[8] Los europeos del Este que eran candidatos a la adhesión a la OTAN y la UE tuvieron que elegir. Por un lado estaban Berlín y París,

contrarias a la guerra. Por otro, Washington, Londres y sus partidarios en Madrid y Roma. Europa del Este optó de manera abrumadora por la guerra y el secretario de Defensa estadounidense Donald Rumsfeld no dudó en echar sal en las heridas enfrentando a la «nueva Europa» con la «vieja», dejando a Francia y Alemania resentidas y aisladas.[9] La visión de 2003 de Habermas y Derrida de una «identidad europea» propia iba dirigida tanto contra los europeos del Este como contra los anglo-estadounidenses. Era el núcleo de Europa occidental lo que contaba. Le correspondió a la Comisión Europea poner al mal tiempo buena cara. Al presidente de la Comisión, Romano Prodi, le gustaba decir que la caída del muro en 1989 y la reunificación de Alemania y de Europa no marcaban el fin de la historia, sino un nuevo comienzo.[10] Mientras que la historia de Europa había significado en otro tiempo conflictos y penurias, ahora Europa no tenía nada que temer y el mundo tampoco tenía que temer nada de Europa. La UE había superado tanto la clásica política del poder del siglo XIX como la tregua armada de la guerra fría. Al traer la estabilidad, la prosperidad y el estado de derecho, la UE estaba materializando el sueño kantiano de la paz perpetua.

Prodi hablaba como si la UE fuera a convertirse pronto en un estado completo que combinara tanto el poder blando como el duro. Pero, en realidad, la configuración geopolítica del mundo de la posguerra fría era más insegura y precaria. La UE nunca desarrolló sus propias capacidades de poder duro. La cooperación militar europea no solo era contenciosa y estaba mal vista por Washington, sino que todos los Estados europeos cobraron el dividendo de la paz. En vista de la debilidad de Rusia, ¿qué razón había para no reducir sus importantes instituciones militares de la guerra fría? Esta decisión sentó las bases de la división transatlántica en la política de seguridad de los años 2000. También volvió a los europeos del Este más dependientes de los estadounidenses, cuya preponderancia militar se volvió aún más masiva a medida que avanzaba el nuevo siglo. Al mismo tiempo, tras la primera ronda de ayuda financiera de principios de los años noventa, Estados Unidos solo desempeñó un papel periférico en la configuración de una mayor integración de Europa del Este. En la práctica, fue la UE la que marcó el ritmo a la hora de borrar el legado del experimento soviético.

II

La incorporación de Europa del Este en la UE y la OTAN fue un proceso geopolítico, político y burocrático integrador, pero el primero en tomar la iniciativa no fue la burocracia, sino las empresas de Europa occidental.[11] Con unos salarios una cuarta parte más bajos que los habituales en Alemania en los años noventa, el atractivo de la mano de obra muy cualificada de Europa del Este era irresistible. El proceso de integración fue aun más drástico que el que tuvo lugar entre Canadá, Estados Unidos y México en el marco de la NAFTA. Diez años después de la caída del comunismo, en torno a la mitad de la capacidad de fabricación de Europa del Este estaba en manos de multinacionales europeas.[12] El 90 % de la producción de vehículos de motor en Europa del Este, que pronto representó el 15 % de la producción europea, era de propiedad extranjera. La adquisición por Volkswagen de Škoda fue un caso emblemático. Mientras tanto, el mayor inversor extranjero en Polonia en los años noventa era FIAT, seguido por la coreana Daewoo.[13]

Si bien el capital privado tomó la iniciativa, fue seguido por una oleada creciente de financiación pública. En toda Europa del Este, las carreteras y los edificios públicos lucían el distintivo azul de la UE y su anillo de estrellas. Aunque los niveles iniciales de gasto fueron bastante bajos, después de 2000 fluyeron del Oeste al Este decenas de miles de millones de euros a través de los Fondos de Cohesión y los Fondos de Ayuda al Desarrollo y los sistemas de subvenciones agrícolas de la UE. En el último período de financiación, entre 2007 y 2013, se asignaron 175.000 millones de euros en fondos estructurales a Europa del Este, 67.000 millones de euros solo para Polonia.[14] Los checos recibieron 26.700 millones de euros y los húngaros 25.300 millones. En toda la región, los fondos de la UE fueron suficientes para financiar entre el 7 y 17% de la formación bruta de capital fijo a lo largo de un período de siete años. Las sumas que Bruselas inyectó a los nuevos países miembros de Europa del Este eran de una escala comparable al famoso Plan Marshall puesto en marcha en 1947 para rescatar a Europa occidental durante la posguerra. Mientras que después de la segunda guerra mundial hubo que esperar hasta finales de los años cincuenta para que el capital privado empezara a fluir abundantemente a través del Atlántico, en las economías en transición de Europa del Este el impacto de la financiación pública de la UE se vio multiplicado de inmediato por la inversión privada.

Créditos de los bancos de Europa occidental sobre Europa central y oriental (en miles de millones de dólares)

	Austria	Bélgica	Francia	Alemania	Italia	Países Bajos	Suecia	Europa occidental
Bulgaria	5,7	2	3,6	2,8	8,1	0,7	0	41,5
Rep. Checa	65,1	56,7	38,6	12,7	19	6,2	0,2	205,7
Hungría	38,3	18,7	11,9	37,9	29,3	5,6	0,3	153,3
Polonia	17,2	25,2	22,9	55,4	54,4	41,2	8,1	287,4
Rumanía	46,5	1,2	17,6	3,8	12,9	11	0,2	124,1
Eslovaquia	33,2	10,9	6,4	4,1	23,6	6,7	0,2	87,3
Estonia	0,3	0,1	0,1	1,1	0,4	0	32,7	40,2
Letonia	0,8	0	0,4	4,8	1,4	0	25,0	43,3
Lituania	0,3	0,1	0,4	3,8	0,7	0	28,9	45,5
Bielorrusia	2,1	0,1	0,2	0,9	0,2	0,1	0	3,8
Rusia	23,9	10,3	34,7	49,5	25,7	25,5	9,9	222,6
Ucrania	12,9	0,8	10,6	5	4,9	3,7	5,4	52,8
Total	**246,3**	**126,1**	**147,4**	**181,8**	**180,6**	**100,7**	**110,9**	**1.307,5**

Fuente: Danske Bank, «Euro Area: Exposure to the Crisis in Central and Eastern Europe», 24 de febrero de 2009, tabla 1.

La absorción de la base industrial de Europa del Este en los años noventa fue solo el comienzo. A finales de 2008, los bancos de Europa occidental en las economías postsoviéticas habían concedido créditos por valor de 1,3 billones de euros. Estas cifras enormes no eran solo el resultado de los «préstamos extranjeros», sino que representaban la integración total del sistema bancario local. Mientras en la zona euro los bancos franceses, holandeses, británicos y belgas canalizaban fondos hacia puntos calientes como Irlanda y España, en los países del antiguo bloque comunista fueron bancos como el ING holandés, el Bayerische Landesbank bávaro, el banco Raiffeisen austríaco o el UniCredit italiano los que tomaron la iniciativa.

En Europa del Este, la integración financiera llegó «hasta el fondo». En una proporción extraordinaria, los préstamos en divisas se utilizaron para financiar hipotecas, tarjetas de crédito y préstamos para comprar automóviles. En Hungría, el caso más extremo, entre 2003 y 2008, el incremento del 130 % de la deuda de los hogares se debía a créditos en divisas. ¿Qué podía simbolizar la llegada a Occidente de una forma más

clara y personal que el hecho de que tu casa recién privatizada estuviera financiada en francos suizos?

El impacto de esta incorporación financiera, política y diplomática simultánea fue transformador. En las principales ciudades de Europa del Este, el nivel de vida material convergió rápidamente con las normas en el oeste. Y no es de extrañar que esto causara una gran impresión a las repúblicas ex soviéticas menos favorecidas, situadas más al este. A principios de los años 2000, muchas de las antiguas repúblicas soviéticas parecían atrapadas en el túnel del tiempo. Eduard Shevardnadze, el ministro de Exteriores de Gorbachov, había sido el preferido de Occidente. A principios de los años 2000, su régimen personalista en Georgia estaba tan plagado de corrupción, que ni siquiera podía pedir prestado al FMI. Ucrania había sufrido casi tanto como Rusia durante el colapso económico de los años noventa y daba pocas muestras de recuperación. El contraste con su vecino polaco era doloroso. La «revolución rosa» en Georgia en 2003 y la «revolución naranja» en Ucrania en 2004 estuvieron motivadas principalmente por la determinación de no quedarse aún más rezagados y perderse los drásticos cambios que se estaban produciendo más al oeste.[15] El nombre del principal grupo de protesta ucraniano PORA se traduce como «Es el momento». Su símbolo era un reloj.[16] Los rezagados postsoviéticos no tenían tiempo que perder. En Ucrania, los revolucionarios de 2004 procuraron mantener un equilibrio geopolítico, sin optar ni por Rusia ni por Occidente. En Georgia, las cosas eran más simples. Tras haber expulsado a Shevardnadze, en 2006 el nuevo Gobierno georgiano, respaldado por Occidente y presidido por Mijaíl Saakashvili, se jactaba de su nueva condición de «país más reformista» acreditada por el Banco Mundial. Los soldados georgianos no tardarían en acudir a apoyar a la coalición en Irak.[17] Bruselas diría que «la UE no hace geopolítica» y es un lema apropiado para los políticos de la vieja Europa, en particular de Berlín, pero para el grupo de nuevos países miembros que se integraron tanto en la OTAN como en la UE entre 1999 y 2007 tenía poco sentido. La integración europea y la OTAN nacieron juntas en la guerra fría. Su expansión conjunta hacia el Este desde 1989 fue fruto de la derrota de la Unión Soviética. Para los nuevos países miembros, la lógica histórica que vinculaba a la UE con la OTAN y, por tanto, con Estados Unidos era innegable. La integración occidental prometía seguridad y prosperidad, pero también entrañaba riesgos tanto financieros como geopolíticos.

III

En la integración financiera de Europa del Este, al igual que en las economías de mercados emergentes, la cuestión monetaria era fundamental. No existía un régimen monetario uniforme en los antiguos países comunistas.[18] En los países bálticos, Letonia optó por la paridad con el euro controlada y defendida por el banco central. Lituania y Estonia se decantaron por las juntas monetarias y todo el sistema monetario nacional estaba ligado a las reservas de euros mantenidas por las juntas. Los polacos y los checos optaron por la flotación libre. Hungría permitió que el florín fluctuara entre bandas. Bulgaria adoptó una junta monetaria y Rumanía una flotación regulada, en la que el banco central intervenía periódicamente para orientar los movimientos de los mercados de divisas dentro de bandas ajustables.[19] Lo que tenían en común era la optimista expectativa de converger con la UE y, con tiempo, integrarse en la zona euro. Y estas esperanzas no eran irrealistas. La adaptación preventiva de las economías de Europa del Este a las condiciones de la UE cambió su manera de hacer negocios, el funcionamiento de los mercados y quién era dueño de qué. No menos importante fue la adaptación de las instituciones responsables de elaborar políticas y sus cuadros. Gracias a la participación activa del Banco de Inglaterra y del BCE, los países de Europa del Este contaban a principios del siglo XXI con bancos centrales occidentalizados en los que trabajaban economistas profesionales.[20] A nadie le entusiasmaba más la perspectiva de la adhesión a la zona euro que a los banqueros centrales. El alineamiento con Bruselas y Fráncfort no solo mejoró su posición, sino que también los blindó contra presiones políticas internas no deseadas, y no tardarían en incorporarse a la élite mundial de banqueros centrales.

El resultado fue que Europa del Este reprodujo a las puertas de Europa la configuración de la expansión demasiado optimista que había desencadenado las crisis de los mercados emergentes en los años noventa. Casos exitosos de reforma del mercado y privatización, junto con la libre circulación de capitales y la relativa estabilidad de los tipos de cambio, provocaron un enorme aumento de las entradas de capital. La afluencia de capital provocó una presión al alza en los tipos de interés. Todos los indicadores parecían positivos. Pero toda la constelación (el auge de la economía nacional, la apreciación del tipo de cambio, el aumento de las reservas) se podía atribuir a un factor común: el enorme aumento de las

entradas de capital extranjero. ¿Qué sucedería si se revertía? ¿Y si se producía una parada súbita?

En condiciones muy secretas, el FMI realizó un simulacro en febrero de 2007 en el que simuló su respuesta a una reversión en Hungría, que era una de las economías del este de Europa más expuestas. Estaban tan ansiosos por mantener el secreto y evitar el pánico, que el departamento de informática del FMI creó un sistema de correo electrónico independiente, SimulationMail, para impedir que se filtraran notas del simulacro.[21] El propio banco central de Hungría repitió la simulación. Informó despreocupadamente en una conferencia en el BCE en el verano de 2007 que los resultados eran tranquilizadores. Si había una nota de cautela, era el recordatorio de que el 60 % del sector bancario de Hungría estaba en manos de bancos belgas, austríacos, italianos y alemanes. En caso de crisis, para que Budapest pudiera hacerle frente, necesitaría la cooperación más estrecha posible de sus homólogos de Europa occidental.[22]

La situación de Hungría era muy desequilibrada, pero la de los países bálticos era aún más extrema. A principios de 2008, el FMI observó que la economía letona se estaba recalentando tanto, que sus importaciones superaban a las exportaciones en una suma equivalente al 20% del PIB.[23] Según los modelos del FMI, su moneda estaba sobrevaluada entre un 17 y un 37 %. Mientras China y Estados Unidos seguían en un punto muerto con respecto a sus desequilibrios comerciales, el personal del FMI consideró que sería menos polémico señalar a Letonia como un país con un indudable «desequilibrio fundamental». Resultó ser un error de cálculo. Los europeos bloquearon en la junta del FMI cualquier declaración pública sobre la exuberancia irracional en los países bálticos. Deseaban mantener a los países bálticos encarrilados para su adhesión al euro y no querían arriesgarse a que una advertencia del FMI desencadenara una reacción de incertidumbre en cadena en toda Europa del Este. Los suecos en particular estaban muy preocupados. Sus bancos habían prestado tanto a Letonia, que una crisis podía extenderse fácilmente a los países bálticos. Durante el invierno de 2007-2008, el representante escandinavo en la junta del FMI llegó incluso a impedir el envío de la delegación del FMI a Riga para completar el informe sobre el Artículo IV.

Nadie en Europa quería reventar la burbuja. Letonia se estaba recuperando de la crisis de los años noventa. En el otoño de 2007, su Ministerio de Exteriores se trasladó a un edificio recién reformado que

había ocupado por última vez en los años treinta, cuando Letonia disfrutó por primera vez de su independencia de la Rusia zarista.[24] Como señaló *a posteriori* un analista, se abrigaban grandes esperanzas de que «Letonia pudiera extender su presencia exterior más allá del espacio transatlántico y facilitar el desarrollo de vínculos más estrechos entre Estados postsoviéticos como Ucrania, Georgia y Moldavia, y la UE y la OTAN. Se calculaba que el presupuesto de Letonia para la cooperación al desarrollo aumentaría rápidamente, que abriría nuevas embajadas en lugares lejanos y que solo era cuestión de tiempo que entrara en África para ayudar a naciones más pobres a desarrollarse».[25] Decir que fue una transformación del destino de la pequeña Letonia sería quedarse corto. Se trataba de una visión tanto expansiva como frágil. Dependía de dos condiciones cruciales: la continuidad del frenético auge económico letón y el consentimiento de su gigantesco vecino al este. Rusia había visto cómo Letonia reclamaba su independencia en mayo de 1990. Había visto cómo celebraba un referéndum sobre la adhesión a la UE en el otoño de 2003 en el que perdía el voto en contra de la minoría étnica rusa y cómo, juntos con sus vecinos bálticos, ingresaba en la OTAN en abril de 2004. ¿Seguiría Rusia observando cómo Letonia, y otros países como él, se disponían a hacer retroceder las fronteras del poder de la época soviética aún más hacia el este?

IV

Aunque los años noventa habían sido pésimos para la economía rusa, el nuevo milenio trajo un período de recuperación. Vladimir Putin, que fue ratificado como presidente tras una aplastante victoria electoral en mayo de 2000, se atribuiría en mérito de la recuperación rusa. En realidad, el vuelco en la situación financiera de Rusia lo inició ya en 1999 el austero ex comunista Yevgeni Primakov, mentor político de Putin. El desplome del valor externo del rublo reactivó a las industrias exportadoras de Rusia y frenó las importaciones. Sin embargo, el motor principal de la recuperación fue el auge mundial del petróleo y de otros productos básicos, que comenzó meses después de que Putin asumiera el cargo en el segundo semestre de 2000. El precio al contado del crudo de los Urales pasó de los 9,57 dólares por barril en 1998 a los 94 dólares por barril en 2008. Habría hecho falta una gestión catastrófica de la economía y de las finanzas públicas rusas para

no prosperar. La pregunta era quién se iba a beneficiar del *boom* y cómo afectaría a la relación de Rusia con el resto del mundo.

Mientras que en los años noventa se habían privatizado grandes sectores de la economía rusa, con Putin el sector energético volvió a estar bajo control del Estado, lo que en realidad significaba el grupo de oligarcas que rodeaba al presidente. En el sector energético, los gigantes corporativos Gazprom y Rosneft eran el ariete de la industria estatal. En octubre de 2003, la opinión pública respetable de Occidente observó consternada cómo Mijaíl B. Jodorkovski, quien en los años noventa se había erigido en el multimillonario propietario del gigante privado del petróleo Yukos en un acuerdo de privatización especialmente llamativo, era detenido y encarcelado acusado de evasión fiscal.[26] Un año más tarde, los activos principales de Yukos fueron adquiridos en una venta forzosa por una sociedad fantasma que resultó ser una tapadera de Rosneft, de propiedad estatal. Mientras tanto, Gazprom consolidó su control de la gigantesca industria del gas comprando Sibneft a Roman Abramovich, quien se retiró lejos del peligro a Londres para disfrutar de la vida en la primera división del fútbol como propietario del Chelsea F. C. En 2006, las amenazas de acciones penales obligaron a la petrolera anglo-holandesa Shell a vender sus valiosos activos de Sakhalin a Gazprom. En 2007, la empresa conjunta TNK-BP perdió su licencia para explotar otro yacimiento de gas prometedor. Aunque Rosneft y Gazprom nunca se fusionaron, juntas fueron un poderoso puntal empresarial del estado ruso. Según un cálculo, el porcentaje de empresas estatales en la producción de petróleo en Rusia aumentó del 19 % en 2004 al 50 % en 2008.[27]

Impulsados por la fuerza de un pujante sector energético bajo control estatal, Putin y su equipo se basaron en las medidas adoptadas en los años noventa para sanear las finanzas rusas. Solo algo menos del 50% de los ingresos del estado ruso correspondía a los impuestos y los ingresos procedentes del petróleo y el gas. Los beneficios habrían sido aún mayores si el aumento de la producción de petróleo y gas no se hubiera desacelerado de manera decepcionante después de 2005. No obstante, mientras llegaban a raudales las ganancias del *boom* del petróleo y el gas, el consumo de los hogares de los ciudadanos rusos recuperó los niveles anteriores a la crisis, creciendo a una tasa del 10 % anual. En 2007, el porcentaje de la población por debajo del mínimo de subsistencia se había reducido al 14 %. Y ya no había la frenética especulación dolarizada de antaño. Los precios eran

estables y ya no estaban fijados en dólares. Los impuestos se pagaban en rublos. El Parlamento ruso aprobó una ley para imponer multas a los funcionarios que reincidieran en los viejos hábitos de utilizar el dólar como unidad contable.[28] En una ocasión, incluso Putin se vio embarazosamente sorprendido haciéndolo. Desde 2003, el Tesoro ruso, presidido por el economista y tecnócrata Alekséi Kudrin, utilizó los ingresos procedentes del petróleo y el gas para acumular una gigantesca reserva estratégica de activos internacionales. A principios de 2008, habían ascendido a 550.000 millones de dólares. Rusia era, por detrás de China y Japón, el tercer mayor poseedor de reservas en dólares del mundo. Por orden de Putin, un equipo especial creó una reserva nacional de alimentos y materias primas vitales.[29] Rusia nunca volvería a sufrir la clase de crisis humillante que había padecido en 1998.

De este modo, Rusia podía parecer un modelo de potencia económica nacional, con un enorme superávit comercial, grandes reservas de divisas y un Estado fuerte. Pero la paradoja de la posición de Rusia era que su nueva prosperidad estaba asociada no con la independencia de la economía mundial, sino con su participación en ella.[30] Y esta participación se extendía más allá de las exportaciones de petróleo y gas. El dinero era aún más líquido y los conductos que conectaban con el sistema bancario *offshore* ya estaban listos. Decenas de miles de millones de dólares de los ingresos procedentes de las exportaciones de gas y petróleo nunca regresaron a Rusia. Los oligarcas rusos se comportaron como los dueños de un petroestado de los años setenta, ocultando su riqueza en paraísos fiscales como Chipre, de donde regresaba a Londres y a sus convenientes cuentas en eurodólares. Desde principios de los años 2000, esta tendencia se vio aún más complicada por el gran flujo de fondos que regresó a Rusia. En 2007, ascendió a un total anual de 180.700 millones de dólares, de los que solo 27.800 millones eran inversión extranjera directa (IED).[31] El resto fue a parar, a través de bancos internacionales como Sberbank y VTB, al sistema financiero ruso. Para evitar una fuerte apreciación, el banco central de Rusia, como el de China, se vio en la necesidad de esterilizar las entradas de dólares comprándolos con rublos recién acuñados. Al retirar el dólar de la circulación interna, Moscú estaba asumiendo una posición atípica como acreedor *de facto* de Estados Unidos.

Con el auge mundial de los productos básicos impulsando el resurgimiento de Rusia al mismo tiempo que el dinero de Europa occidental

llegaba a raudales al territorio del antiguo pacto de Varsovia, era como si los dos grandes frentes meteorológicos del capitalismo mundial estuvieran avanzando el uno contra el otro en Eurasia. ¿Las contradictorias consecuencias geopolíticas del crecimiento mundial, que fortalecían tanto a Rusia como a sus antiguos satélites, hacían que el conflicto fuera inevitable? No desde un punto de vista económico. El crecimiento de las economías de Polonia y los países bálticos y el desarrollo de Ucrania, Georgia y Rusia no eran mutuamente excluyentes. Las exportaciones europeas a Rusia prosperaron y la dependencia de toda Europa del gas ruso era enorme. La cuestión era si se podría dar un significado político común a una prosperidad compartida e interconectada. ¿Se presentaría como la base para un orden internacional estable y próspero? ¿O serviría el crecimiento desigual pero espectacular para alimentar una nueva carrera armamentística? ¿Se llegaría a considerar que la interdependencia no era productiva ni eficaz, sino un factor de vulnerabilidad y una amenaza? En los años oscuros de la década de los noventa, las antiguas economías comunistas habían padecido una situación de emergencia común. El agotamiento y los desórdenes eran compartidos. Paradójicamente, el auge común sería mucho más explosivo.

En vista de sus antecedentes, Putin tenía muchos menos motivos para mirar favorablemente a Occidente que Boris Yeltsin. Sin embargo, al principio de su mandato como presidente, incluso sus detractores reconocían que Putin parecía estar buscando la aceptación de Washington.[32] Después del 11 de septiembre, Putin se impuso a los impulsos hostiles de muchos nacionalistas rusos y dio un ostentoso respaldo a la invasión estadounidense de Afganistán. Pero el acercamiento era unilateral. Con Bush, Washington nunca se tomó a Rusia en serio como aliado y se negó a considerar la brutal guerra de Moscú en Chechenia como parte de la lucha contra el terrorismo y el «extremismo islámico». Desairada por Washington, las divisiones respecto a la guerra de Irak incrementaron la influencia de Rusia. Enfrentar a los alemanes con los estadounidenses era un juego con el que Putin estaba familiarizado desde sus viejos tiempos como agente del KGB en Dresde. No solo Alemania y Estados Unidos estaban en desacuerdo. La preferencia de Alemania por la distensión con Rusia también era un motivo de distanciamiento entre Berlín y los europeos del Este. Cuando Alemania y Rusia firmaron el primer acuerdo para el gasoducto Nord Stream en 2005, lo que incrementó enormemente el

suministro de gas de Gazprom a Occidente, el ministro de Exteriores polaco lo describió como un retorno del pacto entre Hitler y Stalin que había sellado el destino de Polonia en 1939. Cuando Moscú aumentó los precios del gas que suministraba a Ucrania durante el invierno de 2005-2006, se vieron confirmados lo peores temores de los polacos. A principios de 2006, Varsovia y Washington pidieron una nueva división de la OTAN para enfrentarse a Rusia en el terreno elegido de la seguridad energética.[33]

No solo estaban en juego los suministros de gas. En abril de 2006, en la reunión del FMI y el Banco Mundial en Washington, mientras observaban los banqueros centrales Mario Draghi, Ben Bernanke y Jean-Claude Trichet, el ministro de Finanzas de Putin, Alekséi Kudrin, se dio un apretón de manos con el secretario del Tesoro estadounidense. Kudrin había acudido para anunciar el pago de un gran tramo de la deuda internacional que todavía debía a los acreedores del Club de París desde los aciagos años noventa. Pero también había ido para trasmitir un mensaje menos amistoso. Kudrin declaró que el dólar corría el riesgo de perder su condición de «moneda de reserva universal o absoluta».[34] Simplemente, su valor era demasiado incierto. «Ya sea el tipo de cambio del dólar o el balance comercial estadounidense, es evidente que causa preocupación sobre la condición del dólar como moneda de reserva.» Ocho años después de la humillación de 1998, cuando el ministro ruso de Finanzas hablaba, los mercados escuchaban. Las palabras de Kudrin bastaron para que el dólar perdiera casi medio centavo con respecto al euro.

En las calles de Moscú, el lenguaje era más incendiario. En 2006, Nashi, el movimiento nacionalista ruso, movilizó a su turba de seguidores para manifestarse en las calles contra la hegemonía del dólar. El especial apego de los ciudadanos rusos al dólar no solo era una señal de debilidad psicológica. «Cuando compras cien dólares, inviertes 2.660 rublos en la economía estadounidense. Este dinero financia la guerra en Irak, financia la construcción de submarinos nucleares estadounidenses. Diversos cálculos indican que el dólar estadounidense vale entre el 15 y el 20 % de su valor nominal. El secreto de la estabilidad del dólar es la constante expansión de la zona del dólar [...] [E]s una pirámide financiera basada únicamente en simplones que creen en el dólar», informaban las octavillas que entregaban a los transeúntes.[35]

En febrero de 2007, el presidente Putin acudió por primera vez a la prestigiosa Conferencia de Seguridad de Múnich. Esta conferencia, a la que

asisten jefes de gobierno y ministros de todo el mundo, es a la política de seguridad lo que Davos a los negocios y la economía. El discurso que pronunció Putin obligó a abordar la cuestión del poder político en una época de globalización.[36] Putin recordó las décadas transcurridas desde el final de la guerra fría y preguntó qué clase de organización mundial quería ver Occidente. Se hablaba de derechos y del derecho internacional, pero «hoy asistimos a un uso excesivo, casi incontenible de la fuerza, de la fuerza militar, en las relaciones internacionales, una fuerza que está sumiendo al mundo en un abismo de conflictos permanentes [...] Un Estado y, por supuesto, sobre todo Estados Unidos, ha traspasado sus fronteras nacionales en todos los sentidos. Esto es visible en las políticas económicas, culturales y educativas que impone a otras naciones. Bueno, ¿a quién le gusta esto? [...] [P]or supuesto, es extremadamente peligroso. La consecuencia de ello es que nadie se siente seguro. Quiero insistir en esto: ¡nadie se siente seguro! Porque nadie puede sentir que el derecho internacional es un muro de piedra que los protegerá. Obviamente, esta clase de política estimula una carrera armamentística». Hacía tiempo Estados Unidos había ganado la carrera armamentística contra la Unión Soviética gracias a la fortaleza de su economía. En el nuevo milenio, Estados Unidos aún controlaba grandes arsenales de armas nucleares y sistemas antimisiles. El poderío militar de Estados Unidos era innegable. Pero, en vista de los acontecimientos económicos actuales, cualquier pretensión de omnipotencia era muy poco realista. «[E]l panorama internacional es muy diverso y cambia con mucha rapidez, cambios derivados del dinámico desarrollo en toda una serie de países y regiones [...] El PIB combinado calculado en términos de paridad de poder adquisitivo de países como India y China es ya mayor que el de Estados Unidos. Y un cálculo similar del PIB de los BRIC (Brasil, Rusia, India y China) supera al PIB acumulado de la UE. Y según los expertos, esta diferencia no hará sino aumentar en el futuro [...] No hay ninguna razón para dudar de que el potencial económico de los nuevos centros de crecimiento económico mundial se convertirá en influencia política y fortalecerá la multipolaridad.» En tales circunstancias, que Occidente imaginara un orden mundial basado en sus propias organizaciones, la UE y la OTAN, en lugar de en la autoridad realmente global de la ONU era autoengañarse o tener muy mala fe. Occidente tampoco podía sostener razonablemente que la ampliación de la OTAN a Europa del Este tuviera «alguna relación con la modernización de

la propia alianza o con garantizar la seguridad en Europa», a menos que se diera por sentada la hostilidad de Rusia. ¿Cómo, entonces, podía Moscú no interpretar esta expansión como una «grave provocación?».

Putin admitió que la energía era un motivo de discordia entre Europa y Rusia. Pero ¿cuál era la respuesta? Propuso que los precios fueran «determinados por el mercado, en lugar de estar sujetos a la especulación política, la presión económica o la extorsión». Con la demanda mundial en auge, Rusia no tenía nada que temer del juicio del mercado. Sus expertos pronosticaban con júbilo un futuro en el que los precios del petróleo alcanzaran los 250 dólares por barril.[37] Gazprom estaba ascendiendo en la clasificación de las empresas mundiales. Estaba previsto que en unos cuantos años superara a ExxonMobil como la mayor sociedad que cotizara en bolsa del mundo.[38] Tampoco era razonable sugerir que Rusia no estaba abierta a los negocios. Naturalmente, el Estado ruso había defendido sus legítimos intereses nacionales, pero el «26 % de la extracción de petróleo en Rusia es realizada por capital extranjero. Traten de encontrarme un ejemplo similar en el que las empresas rusas participen ampliamente en sectores clave de la economía en países occidentales. ¡No existen tales ejemplos!». Rusia se sometió al juicio de las agencias de calificación crediticia y celebró la mejora de su posición. Confiaba en ser miembro de pleno derecho de la OMC. Sin embargo, lo que Rusia no toleraría, y aquí el tono de Putin se endureció, era la reconversión de organizaciones como la Organización para la Seguridad y la Cooperación en Europa (OSCE) «en un vulgar instrumento diseñado para promover los intereses en materia de política exterior de un país o un grupo de ellos». Moscú estaba profundamente molesta por el comentario crítico de que las elecciones rusas de 2004 habían sido amañadas. No toleraría una repetición de las revoluciones respaldadas por Occidente en Georgia y Ucrania en 2003-2004.[39]

Como señaló uno de los principales analistas de Rusia, Dmitri Trenin, Putin estaba confirmando la realidad de la multipolaridad: «Hasta hace poco, Rusia se consideraba el Plutón del sistema solar occidental, muy alejado del centro, pero todavía una parte fundamental del mismo. Ahora ha abandonado por completo esa órbita: los dirigentes rusos han renunciado a formar parte de Occidente y han creado su propio sistema con el centro en Moscú». Rusia se estaba consolidando como un «importante actor externo que no es ni un eterno enemigo ni un amigo automático».[40] Naturalmente,

la cuestión era a quién pretendía incluir Rusia en su nuevo «sistema solar». En particular, ¿cuáles serían las consecuencias para los países postsoviéticos y los de Europa del Este? ¿Qué significaría para un Estado como Letonia, con su Ministerio de Exteriores recién reformado y sus aspiraciones de difundir su modelo de economía de mercado a otras ex repúblicas soviéticas? En Múnich, en febrero de 2007, la respuesta del ministro checo de Exteriores, Karel Schwarzenberg, fue inmediata. «Debemos dar las gracias al presidente Putin, quien no solo ha mostrado su preocupación por la publicidad de esta conferencia, sino que ha demostrado de forma clara y convincente por qué había que ampliar la OTAN», señaló en tono burlón.[41] Schwarzenberg habló en pasado. Sin embargo, la cuestión fundamental era el futuro. Ante el desafío de Putin, ¿podía contentarse Occidente con mantener el *statu quo* en Europa del Este o eso implicaría la aceptación tácita de la línea trazada en la arena por Putin? ¿La única manera que tenía Occidente de responder al desafío de Putin era impulsar una ampliación aún mayor de la UE y OTAN? La urgencia por parte de los países ex comunistas más pequeños era evidente. Su vulnerabilidad tanto en el ámbito de la política de seguridad como el económico era demasiado obvia. Pero ¿cómo iban a responder los grandes actores del sistema europeo y transatlántico, Washington, Berlín y París? La cuestión saldría a la luz de manera embarazosa en la cumbre de la OTAN celebrada en Bucarest entre el 2 y el 4 de abril de 2008.

V

La sede del encuentro era en sí misma simbólica. Rumanía, un entusiasta exponente de la nueva Europa, había ingresado en la OTAN en 2004 y en la UE en 2007. Los soldados rumanos estaban desempeñando funciones policiales en la antigua Yugoslavia, Angola e Irak. Mientras tanto, la adhesión a la UE activó un subsidio de 19.800 millones de euros a los 21 millones de habitantes de Rumanía. También posibilitó la libertad de movimiento y una migración masiva de rumanos al oeste, en particular a Italia, donde la población rumana ascendió a un millón en 2007, lo que suscitó un resentimiento contra los inmigrantes que el gobierno de Prodi luchó por contener.[42] Mientras tanto, el crecimiento del PIB en Rumanía era del 6 % y se preveía que aumentara al 7 % en 2008. Los rumanos se llamaban a sí mismos los «Tigres del Este».[43] Se hablaba de que Rumanía

se integraría en el club de los países ricos de la zona euro en 2012. En Bucarest, su capital recién rehabilitada, el *Europe Real Estate Yearbook* mencionaba una tasa de vacantes para espacios de oficinas de no más del 0,02 %.[44] Mientras estallaba en Estados Unidos la crisis de las hipotecas de alto riesgo, inversores internacionales como ING Real Estate estaban adquiriendo activos rumanos para ampliar sus carteras de propiedades en Europa del Este.[45] Como sede de la cumbre de la OTAN en abril de 2008, Bucarest era el escenario perfecto para que George W. Bush hiciera un último gran esfuerzo para embellecer su legado presidencial. Ninguna otra cuestión era más decisiva para el futuro de las relaciones entre Rusia y Occidente que la adhesión de Georgia y Ucrania a la OTAN.

En febrero de 2008, Georgia y Ucrania solicitaron oficialmente su inclusión en un Plan de Acción para la Adhesión (MAP, por sus siglas en inglés) de la OTAN.[46] Después de los países bálticos, serían la cuarta y la quinta repúblicas soviéticas en unirse a la alianza occidental. Georgia, al igual que los países bálticos, era delicada, pero pequeña. Ucrania jugaba en otra liga. Que Ucrania, con una población de 45 millones de habitantes, una importante economía, su ubicación estratégica en el mar Negro y su importancia histórica para el imperio ruso, ingresara en la coalición occidental sería un duro golpe para Rusia precisamente en un momento en el que Putin había anunciado su intención de detener la escalada. Pese a su carácter extraordinariamente provocador, o tal vez debido al mismo, el presidente Bush respaldó de inmediato la solicitud de adhesión a la OTAN. La Casa Blanca anunció que dar la bienvenida a Ucrania y Georgia al MAP enviaría una señal a toda la región. Dejaría claro a Rusia que «estas dos naciones son y serán Estados soberanos e independientes». Era una propuesta destinada a complacer a la nueva Europa. El Gobierno de Polonia se mostró encantado. El hecho de que Berlín y París tuvieran sus reservas no era desalentador. Bush tampoco estaba dispuesto a herir sus susceptibilidades. De camino a Bucarest a principios de abril, el presidente estadounidense realizó una visita relámpago a Kiev, donde anunció: «Mi escala aquí debería ser una señal clara para todos de que hablo en serio: nos conviene la adhesión de Ucrania».[47] Como señaló un funcionario estadounidense, el presidente saliente estaba mandando «una señal».[48]

En la cumbre de la OTAN celebrada en la capital rumana, las consecuencias eran previsibles. Putin, que estaba asistiendo por primera vez a la sesión conjunta entre Rusia y la OTAN antes de entregar la presidencia

de Rusia a su socio Dmitri Medvédev, no estaba dispuesto a hacer concesiones. En febrero de 2008, Occidente había echado sal a las heridas del resentimiento ruso al reconocer la independencia de Kosovo, ignorando las peticiones de Serbia, a la que Rusia consideraba su cliente. Cuando en la cumbre de la OTAN la conversación derivó hacia Ucrania y Georgia, Putin se marchó en señal de protesta. Solo quedaban Berlín y París para paralizar la idea del MAP. Para ello podían contar con el respaldo de Italia, Hungría y los países del Benelux frente a los partidarios de la ampliación de la OTAN de Europa del Este y Escandinavia. Los estadounidenses observaban. Como comentó un alto funcionario de la administración Bush a *The New York Times*: «El debate fue principalmente entre europeos [...] Estuvo bastante dividido, pero en el buen sentido».[49] Condoleezza Rice se mostró menos optimista. Los enfrentamientos que presenció entre los alemanes y los polacos eran preocupantes. Las discusiones en Bucarest fueron, según sus palabras, «uno de los debates con nuestros aliados más mordaces y polémicos que había visto nunca. En realidad, fue el debate más acalorado que presencié durante todo mi mandato como secretaria».[50] No se inició ningún trámite formal de solicitud de ingreso. Pero Merkel reconoció que la cumbre debía presentar una declaración respaldando las aspiraciones de Georgia y Ucrania, y afirmó audazmente: «Estos países se convertirán en miembros de la OTAN».[51] Era una evasiva y, además, desastrosa. Invitaba a los rusos a asegurarse de que Georgia y Ucrania nunca estuvieran en condiciones de dar el siguiente paso para ingresar en la OTAN. Invitaba a Georgia, Ucrania y sus patrocinadores a forzar la marcha. La ambigüedad era una fórmula para la escalada y ambas partes respondieron en consecuencia.

En mayo, a petición de Polonia, la UE asumió la idea de una Asociación Oriental para Ucrania como uno de los elementos fundamentales de la nueva política exterior de la UE a elaborar conforme a lo establecido en el tratado de Lisboa.[52] Pese a la oposición que habían manifestado en Bucarest, no hubo ningún viraje en sentido contrario de Berlín o París. La UE y la OTAN mantenían la sintonía. Mientras tanto, las relaciones entre Rusia y Estados Unidos empeoraron bruscamente. Aunque le gustaba presentarse como un modernizador, el sucesor de Putin como presidente, Medvédev, siguió manteniendo una línea dura. Cuando los mercados financieros en Estados Unidos se convulsionaron en el verano de 2008, empezaron a circular sombríos rumores de que Moscú estaba a punto de

pasar de los ataques verbales contra la hegemonía del dólar a una acción concertada. El secretario del Tesoro estadounidense Paulson no había revelado sus fuentes, pero en vísperas de las Olimpíadas, sus contactos chinos le informaron de que «habían recibido un mensaje de los rusos que decía: “Eh, juntémonos y pongamos los valores de Fannie y Freddie en el mercado”».[53] La fragilidad del mercado hipotecario estadounidense estaba a punto de convertirse en un arma geopolítica. China, que estaba celebrando su presentación mundial en sociedad como anfitriona de las Olimpíadas, tenía demasiados intereses en juego en la economía estadounidense como para tomarse en serio esta propuesta. Pero a lo largo de 2008, Rusia descargó su cartera de bonos de Fannie Mae y Freddie Mac por valor de 100.000 millones de dólares. Según publicó Reuters, la decisión estuvo motivada principalmente por intereses políticos nacionales.[54] «Las participaciones han topado con la hostilidad de algunos medios y de la opinión pública rusa, que recelan de las inversiones arriesgadas.» No hacía falta ser un nacionalista ruso en el verano de 2008 para ver que los valores hipotecarios estadounidenses eran una mala inversión. Las GSE se situaban en el centro de la crisis hipotecaria y estaban a punto de sufrir una quiebra espectacular, pero los rusos patriotas no veían ninguna razón para apoyar a Estados Unidos, que menospreciaba tan abiertamente los intereses nacionales rusos. Mirando atrás, el secretario del Tesoro Paulson admitió con pesar: «[M]e hizo tomar conciencia de cuán vulnerable me sentía».[55]

Mientras China se negaba a participar en una iniciativa que trastocaría el orden internacional, los amigos de Estados Unidos en Tiflis fueron menos cautos. A principios de agosto de 2008, fuerzas irregulares en la provincia rebelde de Osetia del Sur empezaron a bombardear posiciones del ejército georgiano con el apoyo de Rusia.[56] El 7 de agosto, el Gobierno de Georgia, al parecer convencido de que contaba con la aprobación de Washington, mordió el anzuelo. Un contraataque repentino del ejército georgiano, entrenado por Estados Unidos, sometería a Osetia y Abjasia, resolvería las cuestiones territoriales pendientes y allanaría el camino para una eficaz solicitud de ingreso en la OTAN. Mientras la impresionante ceremonia inaugural de los Juegos Olímpicos de Pekín invadía las pantallas de televisión occidentales, Georgia enviaba a su ejército y a su fuerza aérea a invadir Osetia del Sur. La respuesta de Moscú fue devastadora. En cuestión de días, el ejército ruso aplastó a las fuerzas georgianas, muy inferiores, causando centenares de víctimas. Según fuentes georgianas, 230.000 civiles

tuvieron que huir. Tras un rápido avance, los tanques rusos se detuvieron en la carretera entre Gori y Tiflis, a una hora de la capital.

Cuando el presidente Medvédev anunció a su Consejo de Seguridad que el 8 de agosto de 2008 constituía un punto de inflexión en el orden internacional y que a partir de entonces el mundo tendría que tener en cuenta el poder de Rusia, la reacción en Occidente fue de oprobio.[57] Los presidentes de Polonia, Ucrania y los países bálticos volaron hasta Georgia para expresar su solidaridad. Estonia exigió la adopción de sanciones contra Rusia, incluida la expulsión de los alumnos rusos que estudiaban en universidades occidentales y la prohibición de viajar a los oligarcas.[58] Polonia reclamó medidas urgentes para liberarse del control de Gazprom sobre el suministro energético de Europa. Y Varsovia se apresuró a firmar un acuerdo para permitir el despliegue del escudo antimisiles de Estados Unidos en Polonia. Sin embargo, la repuesta no fue tan inequívoca en todas partes. El 12 de agosto de 2008, mientras Estados Unidos estaba ocupado con Wall Street y las elecciones presidenciales, el presidente Sarkozy viajó desde París hasta Moscú con la esperanza de facilitar un alto el fuego. Aunque la canciller Merkel se pronunció a favor de admitir a Georgia en la OTAN, el 1 de septiembre, en una cumbre especial de la UE, un frente unido formado por Francia, Alemania e Italia bloqueó cualquier medida drástica contra Rusia. Se dio a Rusia un plazo de tres meses para que retirara sus fuerzas. Pero Moscú lo había dejado claro. En una conversación con expertos occidentales en el Club de Debate Valdai de Sochi el 11 de septiembre, Putin señaló que cualquier intento de empujar a Ucrania a incorporarse en la OTAN se encontraría con duras contramedidas.[59] Entre tanto, salieron de Rusia 25.000 millones de dólares de capital extranjero. Pero no había razón para que cundiera el pánico. No era 1998. Moscú contaba con amplias reservas para hacer frente a un cambio de ánimo del mercado tan leve. Era el sistema financiero de Estados Unidos, no el de Rusia, el que parecía estar implosionando.

VI

Las divisiones en el seno de la alianza transatlántica no eran nuevas. Los desacuerdos entre Berlín y París y la administración Bush sobre la guerra de Irak en 2002-2003 habían acaparado todos los titulares. Pero Rusia y la Europa postsoviética estaban mucho más cerca, eran mucho más fundamentales para el futuro de Europa y estaban mucho más directamente

relacionadas con el progreso de la integración financiera y política en las décadas anteriores. Si se añadían el proyecto incompleto de la zona euro y la falta de un marco político para el sistema financiero del Atlántico Norte, la geopolítica no resuelta de la «cuestión oriental» europea completaba en el verano de 2008 un triplete de preguntas políticas sin responder sobre el poder occidental.

Esta era la situación mientras se celebraba la sexagésima tercera Asamblea General de la ONU en Nueva York en septiembre de 2008. Haciendo caso omiso del precario equilibrio de la economía mundial, Rusia y las potencias occidentales se habían involucrado por primera vez desde el fin de la guerra fría en una guerra subsidiaria. Rusia había anunciado que se opondría a cualquier ampliación de la influencia occidental y había cumplido la amenaza. Occidente, por su parte, estaba desunido. Pese a todas las bravatas militares de Varsovia y Washington, nunca existieron ni la voluntad política ni los recursos para respaldar una mayor expansión hacia el Este. En tal contexto, el presidente Sarkozy declaró ante la Asamblea General de la ONU: «Europa no quiere la guerra. No quiere una guerra de civilizaciones. No quiere una guerra de religiones. No quiere una guerra fría [...] El mundo ya no es un mundo unipolar con una superpotencia, ni tampoco es un mundo bipolar con el Este y el Oeste. Ahora es un mundo multipolar».[60] En realidad, estaba admitiendo el argumento que Putin había formulado dieciocho meses antes en Múnich. Aunque hubieran existido la capacidad o la voluntad para intensificar aún más el enfrentamiento geopolítico, en el otoño de 2008 la gigantesca oleada de capital que había introducido la influencia política occidental en Europa del Este disminuía con rapidez. La etapa de globalización bajo dominio occidental había alcanzado el límite. En el futuro inmediato, el gran impacto de la crisis financiera contribuiría a mitigar las tensiones geopolíticas, pero el daño causado por la escalada de 2007-2008 sería duradero.

II
LA CRISIS MUNDIAL

Capítulo 6
«LA PEOR CRISIS FINANCIERA DE LA HISTORIA»

Los precios de los activos inmobiliarios alcanzaron en Estados Unidos su nivel máximo en el verano de 2006 y después comenzaron a moderarse, lentamente al principio. En Irlanda, el punto de inflexión se produjo en marzo de 2007. En el verano, se empezaron a paralizar las obras de construcción en España. En octubre de 2007, tuvo lugar la primera caída de los precios de la vivienda en el Reino Unido. Decenas de millones de propietarios de viviendas percibieron que la fuerza de la valoración de activos daba marcha atrás.[1] Cuando los precios de la vivienda bajaron, el patrimonio neto disminuyó y los más afectados pasaron a tener un neto patrimonial negativo. Las familias se apresuraron a reducir drásticamente el gasto y a saldar las tarjetas de crédito y otras deudas a corto plazo. El resultado fue una asfixiante recesión de la demanda de consumo. Pasara lo que pasase, una gran parte de la economía del Atlántico Norte se dirigía hacia una desaceleración. Aparentemente, esta era precisamente la clase de contingencia que se suponía que debía abordar la ingeniería financiera. Se suponía que, gracias a la titulización, se habían repartido los riesgos de modo que incluso las pérdidas importantes fueran absorbidas por la amplia base de la economía. Esa era la teoría. A finales del verano de 2007, era evidente que la realidad era muy distinta. Aunque se habían vendido por doquier bonos de titulización hipotecaria, en algunos de los nodos más vulnerables del sistema financiero paralelo se concentraban bolsas de riesgo letales.

Los primeros emisores de hipotecas en morir se encontraban en el nivel mas bajo.[2] Ownit Mortgage Solutions, con un nombre muy acertado y uno de los proveedores de la cartera de crédito hipotecario titulizado de Merrill Lynch, fue el primero en desaparecer, el 3 de enero de 2007. El 8 de febrero de 2007, la crisis ascendió por la cadena alimentaria cuando HSBC, con oficinas en Hong Kong, Shanghái y Londres, anunció una provisión por valor de 10.600 millones de dólares para pérdidas en inversiones

inmobiliarias. El 7 de marzo, Ben Bernanke aún mantenía el optimismo y declaró que creía que el problema de las hipotecas *subprime* estaba bajo control. Sin embargo, seguían llegando malas noticias. En abril, New Century Financial, la mayor entidad autónoma de préstamos de alto riesgo, se declaró en bancarrota. En mayo, el megabanco suizo UBS anunció el cierre de su fondo de alto riesgo Dillon Read Capital Management.[3] El 22 de junio, Bear Stearns se vio obligado a rescatar dos fondos que habían registrado cuantiosas pérdidas en MBS. Para entonces era evidente que los cimientos se tambaleaban. Fue a finales del verano cuando se empezó a apreciar claramente el alcance de las consecuencias financieras. El 20 de julio de 2007, la pequeña entidad crediticia alemana IKB tuvo que ser rescatada por un consorcio de bancos con respaldo público.[4] El 8 de agosto de 2007, otro de los bancos regionales sobredimensionados de Alemania, WestLB, anunció enormes pérdidas en un fondo inmobiliario y suspendió los reembolsos. Le seguiría unos días después Sachsen LB. Sin embargo, la pérdida realmente decisiva de la confianza de los mercados se produjo la mañana del 9 de agosto de 2007, cuando BNP Paribas, el banco más importante de Francia, anunció la congelación de tres de sus fondos.[5] La explicación que dio Paribas constituyó un momento decisivo en el inicio de la crisis: «La completa evaporación de la liquidez en determinados segmentos del mercado hipotecario en Estados Unidos ha hecho imposible valorar ciertos activos en su justo valor con independencia de su calidad o calificación crediticia».[6] Sin una valoración, los activos no se podían utilizar como garantía y, sin garantía, no se concedían créditos. Y si no se concedían créditos, todos los bancos tenían problemas, independientemente de cuál fuera su exposición a valores tóxicos. Frente a una congelación general de la liquidez, el equivalente a un gigantesco pánico bancario, ningún banco estaba seguro. Cuando se comprendieron las consecuencias del anuncio de Paribas, en torno al mediodía del 9 de agosto de 2007, el coste de los préstamos en los mercados interbancarios europeos se incrementó.[7] En palabras de un alto ejecutivo de un banco, causó desorientación: «Fue algo que ninguno de nosotros había visto antes. Fue como si durante toda la vida hubieras abierto el grifo y visto salir el agua, y ahora no hubiera agua».[8]

El BCE no disponía de datos en ese momento sobre la exposición de los bancos europeos a las hipotecas de alto riesgo, pero la tensión en el mercado interbancario de préstamos era demasiado evidente. Como

respuesta, Jean-Claude Trichet y sus colegas abrieron el grifo de la liquidez, ofreciendo fondos a tipos atractivos en cantidades ilimitadas. Al finalizar el día 9 de agosto, los bancos europeos habían tomado 94.800 millones de euros y el 10 de agosto recibieron otros 50.000 millones. Fue la magnitud y la urgencia de esta medida lo que finalmente hizo que Ben Bernanke y Hank Paulson se percataran de la verdadera gravedad de la situación. Como comentó Larry Elliott, redactor jefe de economía de *The Guardian*: «En lo que respecta a los mercados financieros, el 9 de agosto de 2007 tiene toda la resonancia del 4 de agosto de 1914. Marca la línea divisoria entre "un verano eduardiano" de prosperidad y tranquilidad y la guerra de trincheras de la contracción del crédito: los bancos en quiebra, los mercados petrificados, los mercados inmobiliarios volados en pedazos por una escasez de crédito».[9] Lo mal que se iban a poner pronto las cosas se pudo intuir tres semanas más tarde, cuando el 14 de septiembre quebró Northern Rock, una de las mayores entidades de préstamos hipotecarios de Gran Bretaña. En las pantallas de los televisores, el pánico de Northern Rock parecía un pánico bancario clásico. Los preocupados depositantes hacían cola fuera de las sucursales bancarias en apuros para retirar sus fondos. Los fotógrafos y los camarógrafos tuvieron un día provechoso. Sin embargo, fuera de las cámaras, estaba ocurriendo algo peor. Se estaba cerrando el mercado mundial de financiación, que movía billones de dólares.[10]

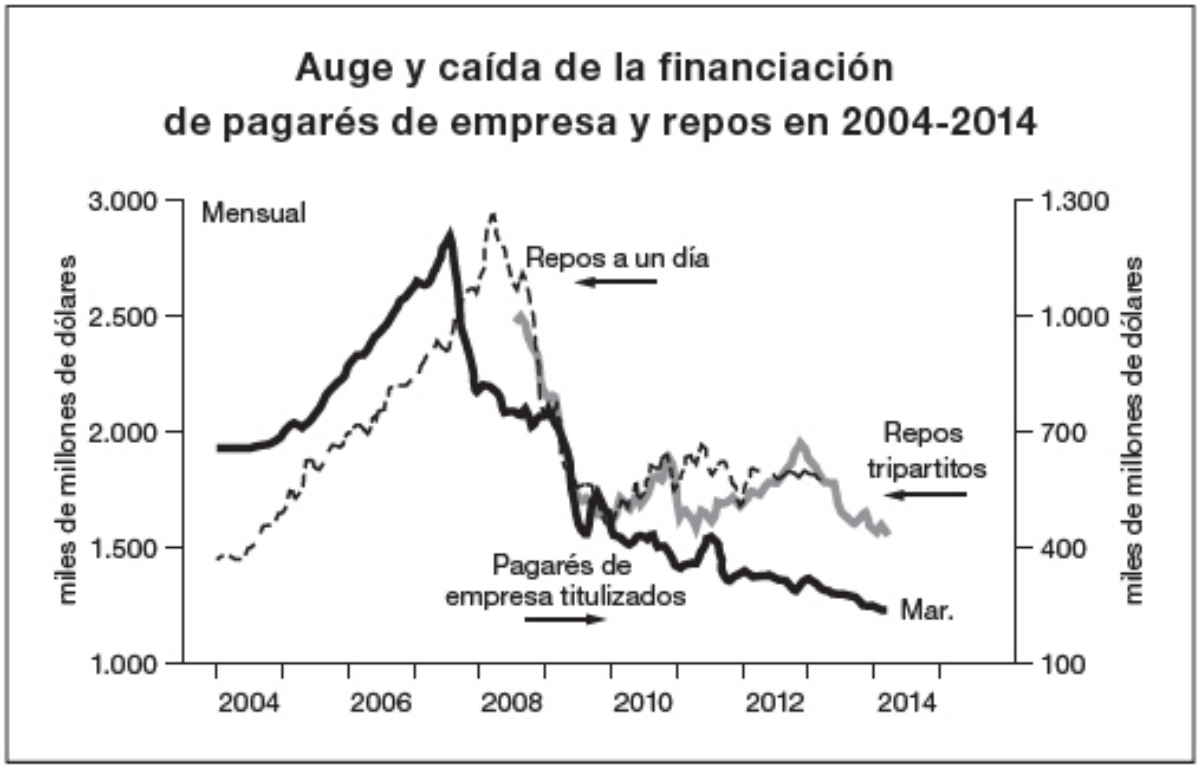
I

La quiebra de Northern Rock fue el resultado del calentamiento de la burbuja inmobiliaria británica. Fundado en los años sesenta a raíz de la fusión de dos entidades de ahorro del siglo XIX, y con sede en la dinámica Newcastle, para los años noventa había adquirido cincuenta y tres competidores del norte de Inglaterra. A fin de crear una plataforma para expandirse aún más, en octubre de 1997 pasó a convertirse en una sociedad anónima y empezó a cotizar en la Bolsa de Londres. Entre 1998 y 2007, gracias a una gigantesca expansión, multiplicó por cinco su balance. Cuando los precios de la vivienda cayeron, algunos de sus créditos se convirtieron de la noche a la mañana en incobrables. No fue una sorpresa que «la Roca» tuviera problemas. Pero la obviedad de esta asociación es engañosa. Lo que desencadenó el colapso de 2007 no fueron los préstamos contabilizados en su balance, sino los mecanismos de financiación.

Northern Rock era el arquetipo de un banco moderno fuertemente apalancado: el 80 % de sus fondos no procedía de depósitos, sino de la financiación mayorista, a los tipos más bajos que ofrecieran los mercados monetarios mundiales. El informe anual de 2006 del banco permite hacerse una idea de esta vasta operación de financiación:

«Durante el año, captamos financiación mayorista a medio plazo por valor de 3.200 millones de libras de diversas fuentes en todo el mundo, con un énfasis específico en Estados Unidos, Europa, Asia y Australia. Entre ellas figuran dos transacciones efectuadas a inversores estadounidenses por un total de 3.500 millones de dólares estadounidenses. En enero de 2007, captamos otros 2.000 millones de dólares a través de nuestro programa de pagarés a medio plazo. Entre las novedades principales de 2006 figura la creación de un programa de deuda australiana, que captó 1.200 millones de dólares australianos en nuestra primera emisión. Esta transacción fue la mayor operación inicial en ese mercado de una única entidad financiera con clasificación A dirigida tanto a inversores nacionales australianos como al Extremo Oriente».[11]

La exposición de Northern Rock a los créditos *subprime* estadounidenses era mínima, pero eso no importó, porque sus fuentes de financiación eran mercados muy utilizados por bancos que sí estaban expuestos. Las malas noticias sobre Paribas del 9 de agosto bastaron para paralizar los mercados interbancarios y el mercado de pagarés. El colapso del mercado de financiación fulminó toda la actividad de titulización y en particular a la parte europea, que había estado más activamente implicada en la emisión de pagarés. En vista de su dependencia extrema de la financiación mayorista, Northern Rock notificó a la Autoridad de Servicios Financieros una crisis inminente solo dos días hábiles después de que se cerraran los mercados mayoristas.[12] Pero el Banco de Inglaterra no estaba dispuesto a ayudar. El gobernador Mervyn King consideró que la sobredimensionada entidad hipotecaria debía sufrir las consecuencias de su irresponsable expansión. A finales de agosto, los problemas de liquidez de Northern Rock eran críticos, pero no fue hasta el 13 de septiembre, después de que informara la BBC y de que el gobierno actuara para afrontar la crisis anunciando una garantía, cuando cundió el pánico entre los depositantes minoristas. Después de eso el mayor daño al balance de Northern Rock lo causaron los retiros *online*. Los ancianos ahorradores haciendo



Fuente: Tobias Adrian, Daniel Covitz y Nellie Liang, «Financial Stability Monitoring», *Annual Review of Financial Economics*, 7 (2015), pp. 357-395, gráfico 15.

cola aparecieron en las alarmantes imágenes de televisión, pero no fue su pánico el que estaba hundiendo al banco. Fue un pánico bancario que operó a una escala totalmente diferente, a la velocidad de las terminales informáticas de los mercados monetarios mundiales. Fue un pánico bancario sin retiradas de depósitos. No existían depósitos. No había nada que retirar. Para que los bancos se encontraran con 1 billón de dólares menos, todo lo que tenía que ocurrir era que los principales proveedores de fondos se retiraran de los mercados monetarios.

Los pagarés de empresa titulizados fueron siempre el eslabón más débil de la cadena del sistema bancario en la sombra. Se suponía que, al ser un préstamo totalmente garantizado, el repo era seguro. En un principio, se confirmó esta expectativa. Bear Stearns, el banco de inversiones más pequeño de Estados Unidos, registró las primeras pérdidas de la historia de la entidad en el primer el trimestre de 2007.[13] Era de conocimiento público que estaba muy implicado en la titulización de hipotecas *subprime*. Esto bastó para restringir su acceso a los mercados de pagarés de empresa. La emisión de ABCP del banco se redujo de 21.000 millones de dólares a

finales de 2006 a 4.000 millones un año más tarde. Al principio, Bear pudo compensarlo incrementando su financiación de repos de 69.000 millones de dólares a 102.000 millones. Para respaldarlo, tan tarde como el lunes 10 de marzo de 2008, Bear aún mantenía un «fondo» de 18.000 millones de dólares de activos ultralíquidos de gran calidad. Pero entonces también empezaron a fallar los préstamos garantizados.

A diferencia de la implosión de los pagarés de titulización, la «retirada masiva de repos» fue toda una sorpresa.[14] Conforme a la legislación británica y estadounidense, los titulares de las garantías en repos tienen derecho a ejecutarlas antes que cualquier otro reclamante en la cola de la bancarrota. Por tanto, aun teniendo Bear una gran cartera de bonos de titulización hipotecaria tóxicos, sus repos deberían haber sido buenos. Un título del Tesoro es un título del Tesoro. Por desgracia para Bear, en vista de que había muchas otras contrapartes con las que efectuar repos, nadie quiso asumir el riesgo de tener que ejecutar las garantías de un banco en quiebra, ni siquiera si las garantías tenían una calificación tan alta y eran tan líquidas como los títulos del Tesoro estadounidense. Cuando la noticia de una nueva oleada de impagos hipotecarios llegó a los mercados en marzo de 2008 y los fondos de inversión libre empezaron a vaciar sus cuentas de corretaje preferencial, aumentaron de modo bastante inesperado los recortes de valoración a los que Bear Stearns se enfrentaba en el mercado de repos bilaterales y se cerró el acceso a la financiación mediante repos trilaterales. Un banco que a principios de marzo había sido capaz de captar fácilmente 100.000 millones de dólares de la noche a la mañana a cambio de garantías sólidas ya no se podía financiar. El martes 13 de marzo, con su reserva de liquidez reducida a solo 2.000 millones, les dijeron a los directores de Bear que 14.000 millones en repos no se «renovarían» al día siguiente y que corrían el riesgo inminente de quedarse sin efectivo. Fue un nuevo tipo de quiebra bancaria. No hubo depositantes haciendo cola. Bear no atendía a pensionistas. Murió porque las dudas sobre su actividad hicieron que fuera excluido de los mercados de financiación mayorista.

Entonces empezó a ocurrir algo aún peor. La incertidumbre se extendió de los bancos débiles a todo el sistema. Primero en la primavera de 2008 y después en junio, los recortes de valoración de los repos bilaterales sufrieron un fuerte aumento general en todo tipo de activos y en todas las partes.[15] Esto hizo que la cantidad de capital necesaria para mantener la deuda pendiente en bonos se disparara en todo el sistema bancario. Los

repos de títulos del Tesoro y de bonos de titulación hipotecaria respaldados por GSE fueron los menos afectados. Al tener una garantía de alta calidad, estaban reservados principalmente para usarlos en repos tripartitos supervisados por JPMorgan Chase y Bank of New York Mellon. Mientras una contraparte mantuviera una buena posición y tuviera garantías de alta calidad, ese mercado de repos permanecía abierto y estable. Pero en el mercado interbancario de repos bilaterales donde se usaban como garantía los ABS emitidos de forma privada (al margen de las SGE), las condiciones de financiación se estaban volviendo cada vez más duras.[16]

Recortes de valoración en repos (%)

Valores	Abril de 2007	Agosto de 2008
Títulos del Tesoro de EE. UU.	0,25	3
Bonos de grado de inversión	0-3	08-12
Bonos de alto rendimiento	10-15	25-40
Acciones	15	20
Préstamos apalancados prioritarios	10-12	15-20
Préstamos apalancados intermedios	18-25	35+
MBS de primera calidad	02-4	10-20
ABS	03-5	50-60

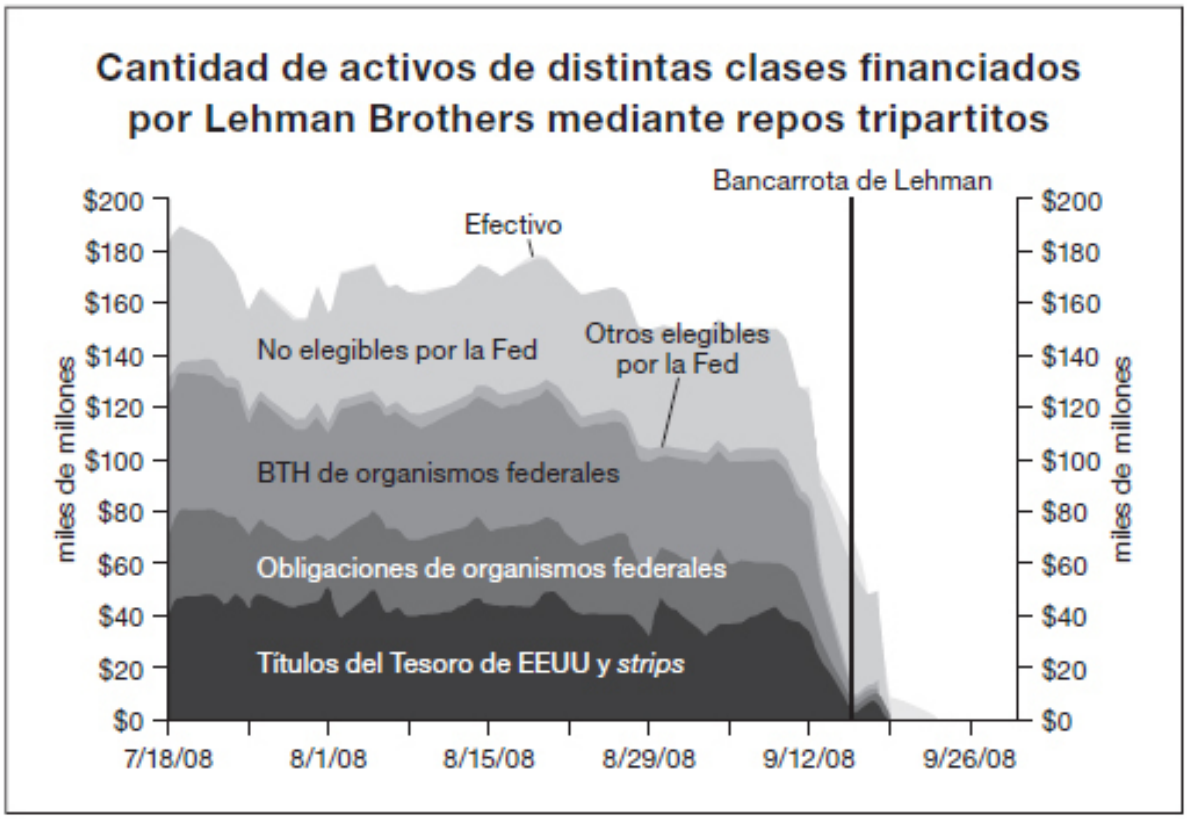
Fuente: Tobias Adrian y Hyun Song Shin, «The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 382, julio de 2009, tabla 9, basada en el informe del FMI sobre la estabilidad financiera mundial, octubre de 2008.

El aumento de los recortes de valoración sometería a una presión enorme a los bancos de inversión, que dependían mucho más de los mercados de financiación a corto plazo. Y era evidente cuáles, después de Bear, eran los más vulnerables. Las señales de alarma en Lehman eran inequívocas.[17] Como en el caso de Bear, se sabía que había asumido enormes riesgos en el sector inmobiliario con la esperanza de catapultarse en la clasificación de Wall Street. Había integrado plenamente su negocio en la comercialización de titulaciones hipotecarias. Desde comienzos de 2008, las acciones del banco habían perdido un 73 % de su valor. Al igual que en Bear, la emisión de pagarés de Lehman se redujo de 8.000 millones de dólares en 2007 a 4.000 en 2008. No obstante, el 31 de mayo de 2008, su fondo de liquidez, cuyo objeto era cubrir las salidas de efectivo durante un período de doce meses, ascendía a 45.000 millones de dólares.[18] En junio

de 2008, los inversores confiaron lo suficiente como para comprometer 6.000 millones en nuevo capital. Lo que empujó al límite a Lehman fueron las reclamaciones de garantías de entidades crediticias. En vista de la caída del valor de sus acciones, J. P. Morgan exigió grandes prestaciones de garantías para respaldar los riesgos de los repos tripartitos. El martes 9 de septiembre, al permitir los derechos de garantía sobre sus activos, el fondo de liquidez de Lehman se había reducido a 22.000 millones. Dos días más tarde, el martes 11 de septiembre, Lehman aún ofrecía 150.000 millones como garantía en el mercado de repos.[19] Pero entonces se rompió la confianza. S&P, Fitch y Moody's rebajaron la calificación de Lehman. El precio de sus acciones cayó y con ello su posición en los mercados de repos; 20.000 millones en repos no se renovaron y J. P. Morgan pidió 5.000 millones en garantías para mantener la parte más esencial del negocio de repos tripartitos de Lehman. El viernes 12 de septiembre, el fondo de liquidez de Lehman se redujo en cuestión de horas a 1.400 millones y ya era evidente que, a menos que se produjera un rescate durante el fin de semana, se vería obligado a declararse en bancarrota.

El lunes 15 de septiembre, mientras el personal de Lehman salía a la calle aturdido de sus oficinas en todo el mundo, la pregunta era quién iba a ser el siguiente. Bear y Lehman estaban mal gestionados. Sometidos a una fuerte presión competitiva, hicieron apuestas de alto riesgo en algunos de los peores segmentos del negocio de las titulizaciones hipotecarias. Pero no era algo excepcional. Merrill Lynch también estaba muy expuesto al sector inmobiliario: en el verano de 2008 hasta 194.000 millones de su balance estaban financiados a corto plazo.[20] En total, antes de la bancarrota de Lehman, las garantías prestadas a diario solo en el segmento tripartito del mercado de repos ascendían a 2,5 billones de dólares. Este gigantesco montón de demandas y contrademandas podía verse desestabilizado en cuestión de horas. Los analistas del mercado reconocieron el carácter bimodal de esta experiencia. Uno comentó que se trataba de la «teoría de juegos a gran escala».[21] En los repos trilaterales, dada la irreprochable calidad de las garantías utilizadas, no existía un mecanismo de ajuste de precios. Un día los bancos de inversión, los agentes bursátiles y aquellos de los que tomaban prestado y prestaban valores a todos funcionaban como una gigantesca maquinaria de billones de dólares basada en la confianza y en unas garantías ampliamente aceptables y, al día siguiente, incluso un operador muy importante del sistema podía verse excluido.

Después de Lehman, el siguiente eslabón de la cadena del sistema bancario paralelo que se vio sometido a una fuerte presión fue la aseguradora AIG. Con una espectacular expansión desde los años noventa, la división de productos financieros de AIG se había convertido en un actor importante en los mercados de derivados. En total, en 2007 poseía una cartera de 2,7 billones en contratos de derivados.[22] De este total, las permutas de cobertura por impago representaban 527.000 millones. De estos, 70.000 millones correspondían a CDOs y, de estos, 55.000 millones estaban expuestos a peligrosos préstamos de hipotecas *subprime*. Dado su conocimiento interno del mercado inmobiliario, AIG había dejado de suscribir nuevas CDS ya en 2005. Pero en vista del tamaño relativamente pequeño de la cartera y de la calificación AAA de los activos sobre los que había suscrito CDS, no había juzgado necesario protegerse contra las pérdidas. Fue un error fatal. Resultó que, de un total de 44.000 contratos de derivados en el balance de AIGFP, un grupo de 125 CDS sobre CDOs estaban a punto de volverse tóxicos de una forma espectacular. Esos 125 contratos causarían a AIG pérdidas de 11.500 millones en el valor contable, el doble de lo que la malograda AIGFP había ganado entre 1994 y 2006. Supuso un duro golpe, pero habida cuenta de su enorme negocio mundial, AIG podía absorber pérdidas de esta magnitud en su cartera. Con el tiempo, el mercado se recuperaría. AIG tampoco se enfrentó a peticiones para que pagara por los MBS en situación de impago. Como en Bear y Lehman, no era la crisis lenta de los mercados inmobiliarios la que amenazaba a AIG. Una avalancha de impagos y ejecuciones hipotecarias se abriría paso con el tiempo por el sistema, pero tendrían que pasar años. El primer incumplimiento crediticio por el que AIG tuvo que pagar no se produjo hasta diciembre de 2008. El problema fue la sobrecorrección de los mercados financieros y la rápida revaloración de las hipotecas titulizadas y los derivados basados en ellas. En el caso de AIG, cuando perdió su calificación crediticia de primer nivel, las contrapartes de sus contratos de seguro efectuaron de inmediato peticiones de reposición del margen de garantía. Querían garantías que demostraran que AIG podía cumplir sus obligaciones si cesaban los pagos de las hipotecas. Fueron estas peticiones de reposición, que ascendieron a decenas de miles de millones, las que amenazaron con empujar a AIG al abismo.



Fuente: Adam Copeland, Antoine Martin y Michael Walker, «Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 506, julio de 2011 (revisado en agosto de 2014).

Los problemas de AIG no acabaron ahí. Se había complicado aún más la vida dedicándose a la actividad del préstamo de valores. Un grupo dentro de AIG se especializó en agrupar los títulos del Tesoro de alta calidad y otros valores de los fondos de seguros de AIG y prestó esos activos a otros inversores a cambio de efectivo, una operación similar a un repo. Después, la sección de préstamo de valores AIG intentó maximizar los rendimientos invirtiendo el efectivo que obtenía con los préstamos de valores en bonos de titulización hipotecaria de mayor rentabilidad pero con mayor riesgo. Paradójicamente, la oficina de préstamos de valores de AIG empezó a hacer esas apuestas arriesgadas en 2005, justo en el momento en el que la división de productos financieros de AIG decidió que era demasiado arriesgado seguir suscribiendo CDS sobre bonos de titulización hipotecaria. En el verano de 2007, el programa de préstamo de valores de AIG tenía invertidos 45.000 millones de dólares en MBS (*high yield*). Cuando la actividad de titulización se desmoronó, estos activos se volvieron

prácticamente invendibles y AIG tuvo que apresurarse a buscar fondos con los que reembolsar a los prestatarios de valores que querían recuperar su dinero. En su afán de lucro, una compañía de seguros con abundante liquidez con una gigantesca cartera de valores de alta calidad se había convertido en un banco paralelo peligrosamente apalancado con un grave desfase de vencimientos. Y para empeorar la situación, estaba tratando con algunos de los actores más agresivos de las finanzas mundiales.

Uno de primeros en pedir a AIG la reposición de garantías fue Goldman Sachs.[23] Era uno de los operadores más sagaces del mercado, pero también era un banco de inversión sin una base de depósitos asegurados por la FDIC. Al igual que Bear, Lehman y Merrill, Goldman era sumamente vulnerable a la pérdida de confianza. Una de las jugadas de Goldman durante la crisis fue tomar una posición «big short», apostando contra los CDO. Una gran parte de esa apuesta consistió en comprar CDS a AIG. Para el 30 de junio de 2008, Goldman ya había pedido 7.500 millones en garantías. Cuando la calificación de AIG fue rebajada el 15 de septiembre, se produjo una nueva oleada de peticiones de reposición del margen de garantía. Del total reclamado a AIG, que ahora ascendía a 32.000 millones de dólares, 19.800 millones correspondían a Goldman Sachs y su socio Société Générale.[24] Para AIG, las consecuencias fueron graves. Estaba intentando conseguir efectivo en el peor momento posible. Con su calificación crediticia empeorando, no podía pedir prestados decenas de miles de millones a través de los canales ordinarios. Solo podía captar fondos mediante ventas forzosas y eso significaba reconocer las pérdidas en su balance, lo que haría que su posición fuera aún más precaria. La mañana del 16 de septiembre AIG podía quebrar en cuestión de horas.

Con los ABCP, los repos y las CDS en crisis, el siguiente eslabón en romperse de la cadena del sistema bancario en la sombra fueron los fondos monetarios. El 10 de septiembre, en vísperas de la quiebra de Lehman, los fondos del mercado monetario administraban colectivamente 3,58 billones de dólares en ahorros y recursos en efectivo para individuos, fondos de pensiones y otros inversores.[25] Una parte esencial de su atractivo era que, además de ofrecer más rentabilidad que las cuentas de ahorro corrientes, también prometían que el capital invertido estaba seguro. Devolverían un dólar por cada dólar ocurriera lo que ocurriese. Un día después de la caída de Lehman, el 16 de septiembre, ese espejismo se rompió. El Reserve Primary Fund, uno de los más antiguos y respetados del sector, que

gestionaba más de 62.000 millones de dólares, alertó a la Fed de que estaba a punto de «break the buck» (romper la barrera del dólar). Ya no podía garantizar un pago de un dólar por cada dólar invertido. En agosto de 2007, el Reserve Primary Fund había estado sometido a una intensa presión competitiva. Para mejorar su rentabilidad y atraer a más inversores, había consignado el 60 % de sus fondos a la compra de ABCP (pagarés) justo cuando otros inversores se retiraban.[26] Las altas rentabilidades ofrecidas por los prestatarios desesperados catapultaron al fondo del 20 % inferior al 10 % superior en la lista de resultados y sus activos bajo gestión se duplicaron en solo un año. Pero esto también expuso a sus inversores a graves riesgos. Por lo general, sus gestores escogían bien. Pero el 1,2% de sus fondos estaban invertidos en ABCP de «high yield» de Lehman y para septiembre su valor se había desplomado. Las eventuales pérdidas de Reserve Primary fueron pequeñas. En 2014, el fondo pagaría 99,1 céntimos por dólar, pero en los días posteriores al 15 de septiembre, cuando los inversores ya no estaban seguros de si iban a recibir el rembolso completo, medio billón de dólares huyeron de los fondos de inversión expuestos en busca de la seguridad de los títulos del Tesoro estadounidense.[27]

Los acontecimientos de septiembre de 2008 hicieron que la espectacular contracción de los mercados de financiación mayorista que había comenzado en agosto de 2007 alcanzara un punto crítico. El índice de los recortes de valoración aplicados a las garantías de calidad inferior usado en el mercado de repos bilaterales aumentó del elevado nivel del 25 % que había alcanzado durante el verano de 2008 al 45 %.[28] Como consecuencia, se duplicó la cantidad de dinero que un banco de inversiones tendía a movilizar para tener en sus balances algo más que valores de la máxima calidad. Incluso en Goldman Sachs, el más fuerte de los bancos de inversión independientes, su vital reserva de liquidez, que había pasado de 60.000 millones de dólares en 2007 a 113.000 millones en el tercer trimestre de 2008, se desplomó el 18 de septiembre a un total nominal de 66.000 millones.[29] Si la caída continuaba, pronto terminaría el juego.

Entre tanto, la huida hacia la seguridad contrajo los balances, lo que se tradujo en una retirada de crédito del resto del sistema. Los préstamos concedidos por bancos, bancos de inversión, fondos de cobertura y fondos de inversión a las grandes empresas de Estados Unidos, los denominados préstamos de consorcio, se redujeron de 702.000 millones de dólares en el segundo trimestre de 2007 a solo 150.000 millones en el cuarto trimestre de

2008. Los tipos de interés exigidos a los prestatarios empresariales de alto riesgo se dispararon al 23%, lo que dejó fuera a todos salvo a los prestatarios más desesperados o rentables.[30] Esto redujo enormemente todas las actividades empresariales. Al mismo tiempo, las corporaciones que tenían problemas para obtener préstamos en otros lugares hicieron un mayor uso de sus líneas de crédito ya existentes, ejerciendo aún más presión sobre los bancos.[31]

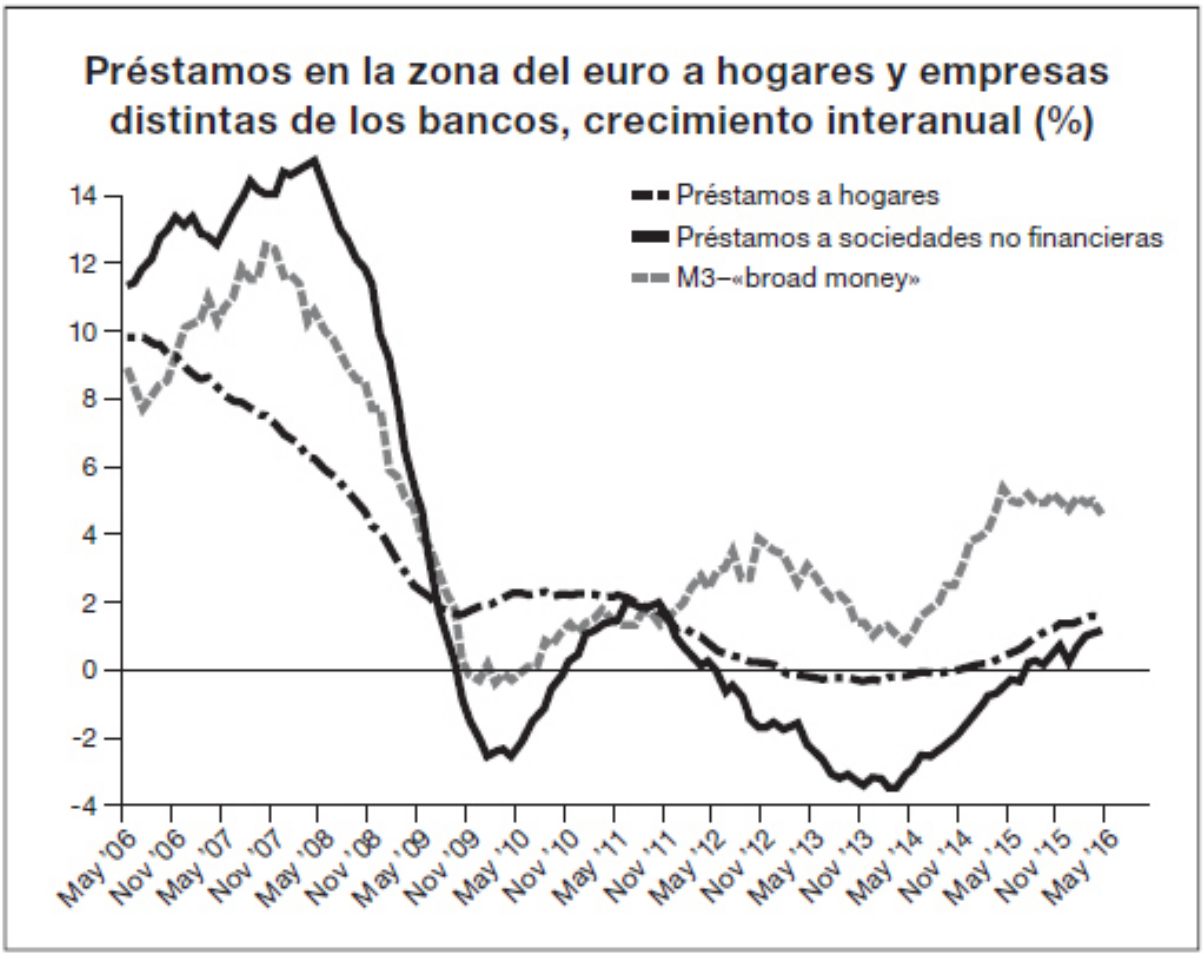
Cuando los fondos de inversión del mercado monetario, los repos, los ABCP y las permutas de cobertura por impago de AIG quedaron en entredicho, las ondas de choque se extendieron mucho más allá de Estados Unidos. Entre las inversiones más favorecidas por los fondos del mercado monetario figuraban las deudas bancarias europeas. Era una fuente clave de financiación en dólares para los megabancos europeos.[32] Con la retirada de los fondos de inversiones, ¿cómo iban a financiar los bancos europeos sus grandes carteras de activos en dólares? Al cortarse el crédito interbancario, los bancos europeos recurrieron a diversos mecanismos indirectos para obtener financiación en dólares. Una prueba de su desesperación era el precio que estaban dispuestos a pagar por préstamos en euros, libras esterlinas, yenes, francos suizos y dólares australianos, y después cambiar esos préstamos a dólares. Normalmente, como se trataba de transacciones prácticamente libres de riesgo, la prima era cero. Cuando se cortó la financiación en dólares, aumentó al 2-3%. Aplicado a balances que ascendían a billones de dólares, esa diferencia bastaba para amenazar con una avalancha. Si los europeos no podían financiar sus carteras en dólares en condiciones asequibles, se verían obligados a vender. Pero como el anuncio de Paribas ya había dejado claro en agosto de 2007, simplemente no había mercado para los activos, que antes habían estado valorados en centenares de miles de millones de dólares. El martes 16 de septiembre de 2008, al día siguiente de Lehman, los problemas de financiación de Europa se consideraban tan graves, que fueron el primer asunto del día en la reunión del Comité de Mercado Abierto de la Fed, incluso antes de que Bernanke y sus colegas abordaran los problemas de AIG.[33]

No solo la Fed se estaba preparando para el fin del mundo. A primera hora de la mañana del sábado 13 de septiembre, Jamie Dimon, de J.P. Morgan, ordenó a través de una conferencia a su atónito personal directivo que se preparara para el Armagedón. Aunque J.P. Morgan se retiraría a la seguridad de su legendario «balance fortaleza», debían prepararse para la

bancarrota de todos los bancos de inversión de Wall Street, no solo de Lehman, sino también de Merrill Lynch, Morgan Stanley y Goldman.[34] Mientras tanto, al otro lado del Atlántico, el impacto de la crisis de financiación en una serie de grandes entidades crediticias europeas fue devastador. HBOS y RBS en Gran Bretaña, Fortis y Dexia en el Benelux, Hypo Real Estate en Múnich, el Anglo Irish Bank, UBS, Credit Suisse y varias decenas más se enfrentaban a la quiebra. En vista de que no había depósitos, no había necesidad de salir corriendo. Bastaba con dejar de operar en los mercados monetarios y mostrarse más cauto. El resultado de la huida colectiva a posiciones seguras, no de los hogares, sino de los principales operadores del sistema financiero mundial, fue un desastre de miles de millones de dólares.

II

Más allá de Manhattan y de la City de Londres, las noticias económicas eran devastadoras. La actividad empresarial real se estaba desplomando en ambos lados del Atlántico. En Europa, tanto como en Estados Uni-



Fuente: http://macro-man.blogspot.co.uk/2016/06/a-broad-scan.html

dos, fue la crisis de 2008, no la posterior debacle en la eurozona, la que supuso un punto de inflexión decisivo en las inversiones, el consumo y el desempleo. A partir de la segunda mitad de 2007, cuando bancos grandes y pequeños de Alemania, Francia, Gran Bretaña, Suiza y el Benelux empezaron a reconocer la magnitud de sus pérdidas, el crédito se hundió. El sector bancario notó primero la presión porque dependía más del *churn* diario de inmensos volúmenes de crédito. Pero la crisis no tardó en extenderse hacia las empresas no financieras y los hogares. En la zona euro, el crecimiento de los préstamos nuevos, tras haber aumentado entre un 10 y un 15%, se desplomó a cero. No fue la crisis de la deuda soberana de 2010 la que frenó el crecimiento en Europa, sino la crisis bancaria de 2008.

Cuando la concesión de nuevos préstamos hipotecarios se redujo, la tendencia a la baja del mercado de la vivienda se aceleró. La caída del precio de la vivienda y el desplome de los mercados financieros redujo

drásticamente la riqueza de las familias. En España, la riqueza neta per cápita cayó al menos un 10 % entre 2007 y 2009. En cinco años, la riqueza de los hogares se redujo un 28 %, o 1,4 billones euros, una cifra superior a la producción de un año.[35] En el Reino Unido, cuando el mercado de valores y el precio de la vivienda se desplomaron, el FMI calculó que las pérdidas de la riqueza de los hogares en 2008-2009 se elevaron a 1,5 billones de dólares, el 50 % del PIB, en doce meses. El 10 % de los propietarios de viviendas se encontraron con un patrimonio negativo.[36] En Irlanda, los precios de las viviendas, que se habían cuadriplicado entre 1994 y 2007, se redujeron a la mitad entre 2008 y 2012, llevándose consigo la riqueza de los hogares.[37] Fueron perturbaciones graves, pero la escala de la crisis estadounidense las superó. Una estimación inicial del FMI en el verano de 2009 indicaba unas pérdidas en los hogares estadounidenses de 11 billones de dólares.[38] En 2012, el Tesoro estadounidense elevaría la cifra a 19,2 billones.[39] Otros cálculos independientes sugieren una cifra cercana a los 21-22 billones, 7 billones en el sector inmobiliario, 11 billones en el mercado de valores y 3,4-4 billones en ahorros para la jubilación.[40] En 2009, los precios de la vivienda en Estados Unidos habían caído una tercera parte con respecto a su máximo en 2006. En el peor momento de la crisis, el 10 % de los préstamos en todo Estados Unidos registraban graves atrasos en el pago de las cuotas y el 4,5 % de todas las hipotecas acabaron en embargos. Más de nueve millones de familias perdieron sus casas. Varios millones más sufrieron ansiedad durante años mientras intentaban pagar unas viviendas que ya no tenían el valor de las hipotecas contraídas. En el peor momento de la crisis más de una cuarta parte de los hogares estadounidenses tenía un patrimonio negativo.[41]

Y el sufrimiento se vio agravado por la distribución de las pérdidas entre los hogares más ricos y los más pobres. Entre 2007 y 2010, la riqueza media de los hogares estadounidenses se redujo de 563.000 a 463.000 dólares. Pero esas cifras están infladas por las inmensas fortunas de los muy ricos. Si en su lugar examinamos el hogar promedio, el que se sitúa en la marca del 50 % en la distribución de la riqueza, su patrimonio neto se redujo a la mitad, de 107.000 a 57.800 dólares.[42] Y pese a lo negativas que son estas cifras, la experiencia de las minorías de Estados Unidos fue aún peor. La riqueza media de la población hispana, que había participado de forma especialmente activa en el *boom* inmobiliario, cayó un 86,3 % entre 2007 y 2010.[43] El hogar promedio afroamericano vio desaparecer

prácticamente todo su patrimonio inmobiliario y los propietarios de viviendas afroamericanos tenían el doble de posibilidades de ser embargados que los prestatarios blancos.[44] No generó las memorables imágenes del Dust Bowl de los años treinta, pero la crisis de la vivienda que comenzó en 2007 provocó el mayor desplazamiento masivo de personas en Estados Unidos desde la Gran Depresión. Y cuando el acceso a la propiedad de la vivienda se redujo drásticamente entre las minorías, el resultado fue una nueva segregación racial.[45]

Con los hogares en graves dificultades, el primero en verse afectado durante la recesión económica de 2008 en Estados Unidos fue el consumo.[46] Al reducirse la demanda, también cayeron la producción y el empleo. En el Central Valley de California, donde se produjo un desplome del 50 % del valor de la vivienda, el consumo se redujo un 30 %.[47] Se recortó cualquier gasto que se pudiera aplazar. Para la industria automovilística estadounidense, con problemas desde hacía mucho tiempo, fue el golpe de gracia. Las ventas de automóviles y vehículos ligeros se redujeron de 16 millones de unidades anuales en 2007 a solo 9 millones anuales en 2009. Para diciembre de 2008 era evidente que tanto Chrysler como General Motors iban a quebrar. A principios del siglo XXI, GM ya no era el tótem que había sido en el pasado. En 2007 contaba con 266.000 empleados en su plantilla mundial, frente al máximo de 853.000 en 1979. Pero a principios de 2008, seguía siendo la mayor empresa automovilística del mundo. GM pagaba 476 millones de dólares en salarios cada mes, así como las prestaciones de salud y las pensiones a 493.000 trabajadores jubilados. Su proceso de producción generaba 50.000 millones en pedidos de repuestos y servicios suministrados por 11.500 vendedores.[48] Los grupos de presión del sector afirmaban que en torno al 4,5 % de todos los puestos de trabajo estadounidenses estaban sustentados por el sector automovilístico que pagaba más de 500.000 millones de dólares al año en sueldos y generaba más de 70.000 millones de dólares en ingresos fiscales.[49] El 7 de noviembre de 2008, GM anunció que, a menos que recibiera ayuda estatal, se declararía insolvente en el verano de 2009.

La quiebra inminente de GM y Chrysler era el broche final de un largo declive de la industria automovilística estadounidense. Una versión del sueño americano estaba muriendo. Pero la onda expansiva de la crisis de Detroit se extendió a todo el mundo. El futuro de las consolidadas divisiones alemana y británica de GM, Vauxhall y Opel era incierto.[50] Y

también el de las empresas de Detroit en México. En virtud del Tratado de Libre Comercio (NAFTA), los sistemas de producción interconectados, conocidos como cadenas de valor, se habían extendido de un extremo al otro de América del Norte. Como consecuencia de ello, la dependencia mexicana de Estados Unidos era abrumadora. En 2007, el destino del 80 % de las exportaciones mexicanas era Estados Unidos. Cuando sobrevino la crisis estadounidense, el PIB de México se redujo casi un 7 %, una contracción aún mayor que durante la crisis financiera local de 1995, el llamado «efecto Tequila».[51] Las exportaciones no petroleras de México disminuyeron un 28 % entre mayo de 2008 y mayo de 2009. Las exportaciones del sector automotriz cayeron un 50 %.[52] En las ciudades industriales septentrionales de Ciudad Juárez y Tijuana, las grandes zonas francas de las maquiladoras, el empleo en la industria manufacturera se redujo más de un 20 %. La recesión, junto con el aumento de la violencia causada por narcotráfico, llevó a más de 100.000 trabajadores desesperados y sus familias a abandonar Juárez. Cuando el desempleo se disparó al norte de la frontera, las remesas se acabaron y centenares de miles de migrantes regresaron a su país, lo que hizo que la situación de los mexicanos más pobres fuera cada vez más desesperada. Mientras tanto, la entrada de nuevas inversiones extranjeras en México se redujo a la mitad y el valor del peso se desplomó de 11 a 15 con respecto al dólar, encareciendo el coste de la vida.

El sufrimiento no se limitó a América del Norte. Durante décadas, el gran rival mundial de GM había sido Toyota y en 2008 Toyota se proclamó el primer productor mundial de automóviles. Pagó un alto precio. En 2009, Japón se vio sacudió por el «*shock* de Toyota» cuando su campeón nacional registró sus primeras pérdidas en setenta años y redujo la producción mundial un 22 %.[53] Toyota pasó de unos beneficios 28.000 millones de dólares en 2007-2008 a unas pérdidas de 1.700 millones en 20082009. En palabras de su presidente, Katsuaki Watanabe: «El cambio que ha afectado a la economía mundial es de una magnitud que solo sucede una vez cada cien años [...] Nos enfrentamos a una emergencia sin precedentes».[54] Mientras en Estados Unidos y Europa se amontonaban los automóviles sin vender, las exportaciones japonesas de vehículos se reducían en dos tercios.[55] El sector de inversiones de Japón se paralizó. Hitachi, el gigantesco productor de bienes de equipo y aparatos electrónicos, fue el más perjudicado y se afrontó unas pérdidas récord para una compañía

industrial japonesa de 7.870 millones de dólares.[56] Sony, el icono de los productos electrónicos de consumo, anunció unas pérdidas de 2.600 millones. Toshiba preveía perder 2.800 millones y Panasonic, 3.800 millones.[57] En total, en enero de 2009 la economía japonesa se contrajo a un ritmo de un 20 % anual y las exportaciones, un 50 % interanual.[58] La mayor parte se debió a una caída de las exportaciones a Estados Unidos, seguida por los vecinos asiáticos inmediatos de Japón, China, Taiwán y Corea, que entraron en una profunda recesión.

Como reveló la crisis de 2008, la «factoría Asia», con sus cadenas de suministro sincronizadas a la perfección, respondió en cuestión de semanas a cualquier vacilación de la demanda en Europa y Estados Unidos. No fueron los únicos afectados. Alemania registró una caída de las exportaciones del 34 % entre el segundo trimestre de 2008 y 2009. El sector de la maquinaria y los equipos de transporte cayeron en picado. Fue la crisis económica más grave sufrida por la República Federal desde su fundación en 1949. Como comentó el economista de un banco: «Hay que remontarse a los años treinta, durante la Gran Depresión, para encontrar cifras igual de horribles».[59] Entre tanto, los mercados emergentes también se vieron afectados. Turquía, que se había unido al club de las economías en rápido crecimiento tras su estabilización financiera de 2004, sufrió una parada súbita y contundente. En el primer trimestre de 2009, el PIB de Turquía se redujo un 14,7 % anualizado. El desempleo se disparó del 8,6 % en el verano de 2008 al 14,6 % en el primer invierno de la crisis. Fue el mercado emergente más perjudicado después de Europa del Este. Turquía no había experimentado una situación tan mala desde la desastrosa crisis financiera de 2001.[60] La Bolsa de Estambul cayó un 54 % entre diciembre de 2007 y noviembre de 2008.[61]

Lo que hizo que la crisis de 2008 fuera tan grave fue su nivel de sincronización global. De los 104 países sobre los que recopila datos la Organización Mundial del Comercio, todos ellos registraron una caída de las importaciones y las exportaciones entre la segunda mitad de 2008 y la primera mitad de 2009. Todos los países y toda clase de productos comercializados, sin excepción, registraron un descenso.[62]

Si en el sector manufacturero la desaceleración afectó al volumen de comercio (la cantidad de automóviles expedidos o la cifra de teléfonos exportados), en los productos básicos repercutió en los precios. En los seis peores meses de 2008, los precios del petróleo cayeron más de un 76%, lo

que a su vez causó estragos en los presupuestos de los petroestados. Arabia Saudí pasó de tener un superávit presupuestario del 23 % del PIB en 2008 a un déficit sustancial.[63] Kuwait se vio sacudido por la crisis en Gulf Bank, que incurrió en pérdidas en las operaciones de divisas.[64] Ningún lugar se vio más afectado que la próspera ciudad de Dubái. El sector inmobiliario de Dubái, impulsado por el aumento del precio de los productos básicos y respaldado por bancos internacionales como RBS y Standard Chartered, se había convertido en el centro del furor mundial por la construcción.[65] En 2008, la ciudad estaba repleta de grúas. Sus centros comerciales palaciegos alardeaban de tener una superficie cuatro veces superior al del nivel per cápita en Estados Unidos. La burbuja estalló en otoño de 2008 y se redujo drásticamente la concesión de nuevos créditos. En febrero de 2009, el apabullante *boom* de la construcción en Dubái, que había durado seis años, se detuvo. La mitad de una cartera de 1,1 billones de dólares en obras de construcción que estaba realizando el Consejo de Cooperación del Golfo fue cancelada en cuestión de meses. Montones de vehículos de lujo fueron abandonados cuando los trabajadores occidentales acudieron a toda prisa al aeropuerto para escapar de la cárcel por no pagar las deudas. Un puente aéreo de vuelos chárter repatrió a decenas de miles trabajadores inmigrantes a la India.[66]

Cuando el consumo de los hogares y la inversión empresarial se desplomaron, de los sesenta países que facilitan estadísticas trimestrales sobre el PIB al FMI, cincuenta y dos registraron una contracción en el segundo trimestre de 2009.[67] Nunca antes desde que se dispone de registros se había producido una recesión sincronizada a tan gran escala. Decenas de millones de personas perdieron sus empleos. Aunque lo que atrajo a las cámaras de televisión fueron los desorientados banqueros que abandonaban con sus cajas de pertenencias los rascacielos de oficinas de Londres y Nueva York, los trabajadores jóvenes no cualificados fueron los que más sufrieron.[68] En Estados Unidos, el epicentro de la crisis, la caída intermensual del empleo durante el invierno de 2008-2009 fue impresionante. En el peor período, las pérdidas de empleos mensuales ascendieron a 800.000. Este incremento fue especialmente drástico entre la población afroamericana, donde el desempleo aumentó del 8 % en 2007 al 16 % a principios de 2010.[69] Los jóvenes trabajadores negros se vieron especialmente perjudicados, cuya tasa de desempleo se disparó al 32,5 % en enero de 2010. En la parte inferior estaban los jóvenes afroamericanos sin

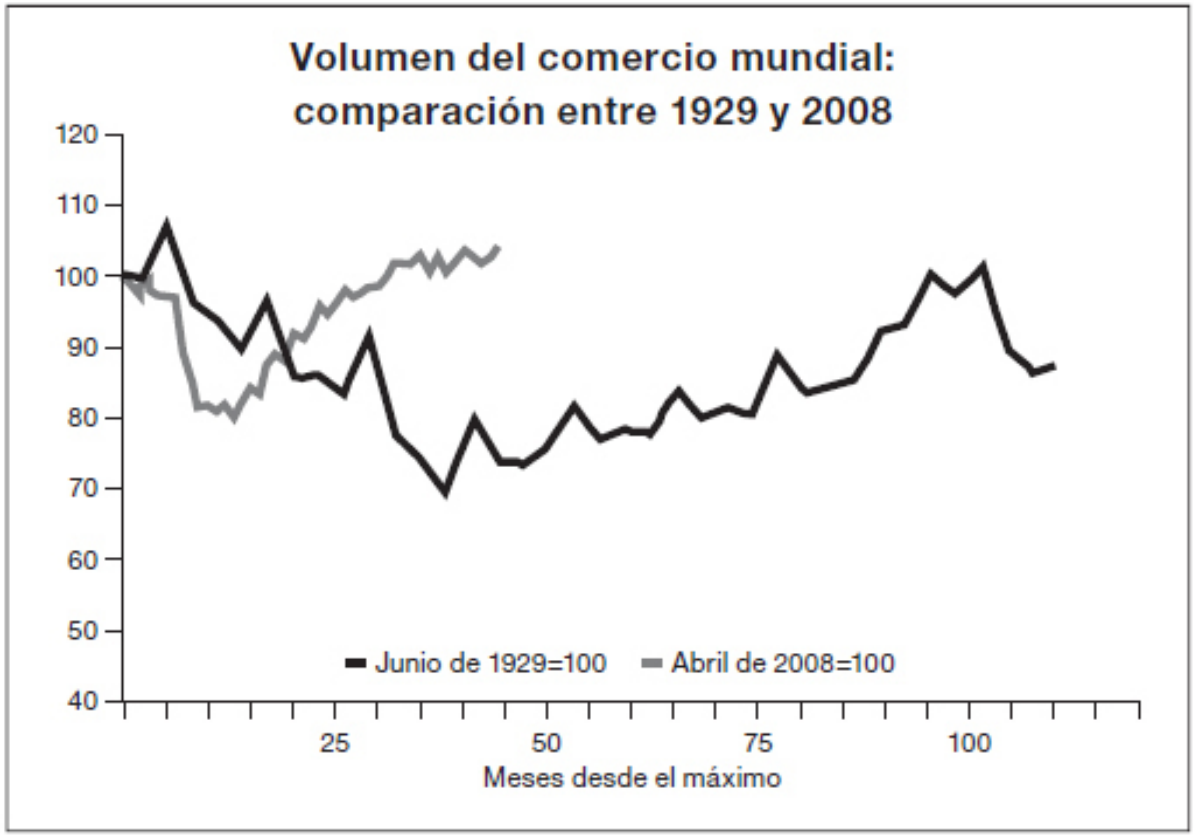
diploma de educación secundaria, cuya tasa de desempleo en la ciudad de Nueva York superó en 2009 el 50 %.[70] La cifra exacta de las personas que perdieron sus trabajos en la economía mundial depende de la estimación que hagamos del desempleo entre la gigantesca mano de obra migrante de China, pero los cálculos razonables oscilan entre los 27 millones y unos 40 millones de desempleados en todo el mundo.[71]

III

La situación era evidentemente mala. Pero desde una perspectiva histórica, ¿cuánto? En la primavera de 2009, Paul Krugman intentó buscar puntos de referencia y concluyó que la situación era extrema, pero, al menos en lo concerniente a la economía industrial estadounidense, era menos sombría de lo que lo había sido durante la Gran Depresión de los años treinta.[72] Dijo bromeando que solo era «una Gran Depresión a medias». No fue una opinión que se sostuviera durante mucho tiempo. Los críticos se apresuraron a señalar que la valoración de Krugman era muy estrecha de miras. La Gran Depresión de los años treinta no se limitó a Estados Unidos, ni tampoco la crisis de 2008. A escala mundial, la producción industrial, los mercados bursátiles y el comercio estaban cayendo en 20082009 al menos a la misma velocidad que en 1929.[73]

Ahora sabemos que las contramedidas urgentes y a gran escala contrarrestarían la clase de agónica depresión que experimentó el mundo a principios de los años treinta. Pero esta perspectiva relativamente optimista depende de la seguridad que da saber lo que ocurrió. En septiembre de 2008, la escala de la respuesta fue un indicador de la desesperación que sentían quienes se encontraban en el epicentro de la crisis en Estados Unidos. Ben Bernanke de la Fed, Tim Geithner de la Fed de Nueva York y Hank Paulson del Tesoro describieron la experiencia como traumática. Tras la caída de Lehman, Paulson confrontó a su personal con la perspectiva de un «11 de septiembre económico».[74] La mañana del 20 de septiembre, el secretario del Tesoro estadounidense alertó al Congreso de que, a menos que actuara con celeridad, para las 2.00 de la tarde desaparecerían 5,5 billones de dólares. Podían enfrentarse al hundimiento de la economía mundial «en 24 horas».[75] En una sesión privada con los líderes del Congreso, Bernanke, que era poco dado a exagerar, advirtió que si no se

autorizaba una acción inmediata, «tal vez el lunes no tengamos economía».[76]



Fuente: Barry Eichengreen y Kevin O'Rourke, «A Tale of Two Depressions Redux», http://voxeu.org/article/tale-two-depressions-redux

En el caso de Estados Unidos, era claramente una exageración. Bernanke estaba intentado asustar al Congreso para que actuara. Pero si se examinan los datos sobre los flujos internacionales de inversión, el panorama es realmente dramático. Antes de comenzar la crisis, las entradas y salidas de capital en todo el mundo ascendían a algo menos del 33% del PIB mundial. La inmensa mayoría no correspondía a transacciones entre los países avanzados y los mercados emergentes, sino a los flujos entre economías avanzadas. En el momento álgido de la crisis, entre el último trimestre de 2008 y el primer semestre de 2009, esos flujos disminuyeron un 90 %, a menos del 3 % del PIB mundial.[77] En la segunda mitad de 2008, los flujos de capital entre los países ricos se redujeron de 17 billones de dólares a poco más de 1,5 billones. Ningún otro agregado en la economía mundial se vio afectado a una escala semejante o con esta brusquedad. Fue

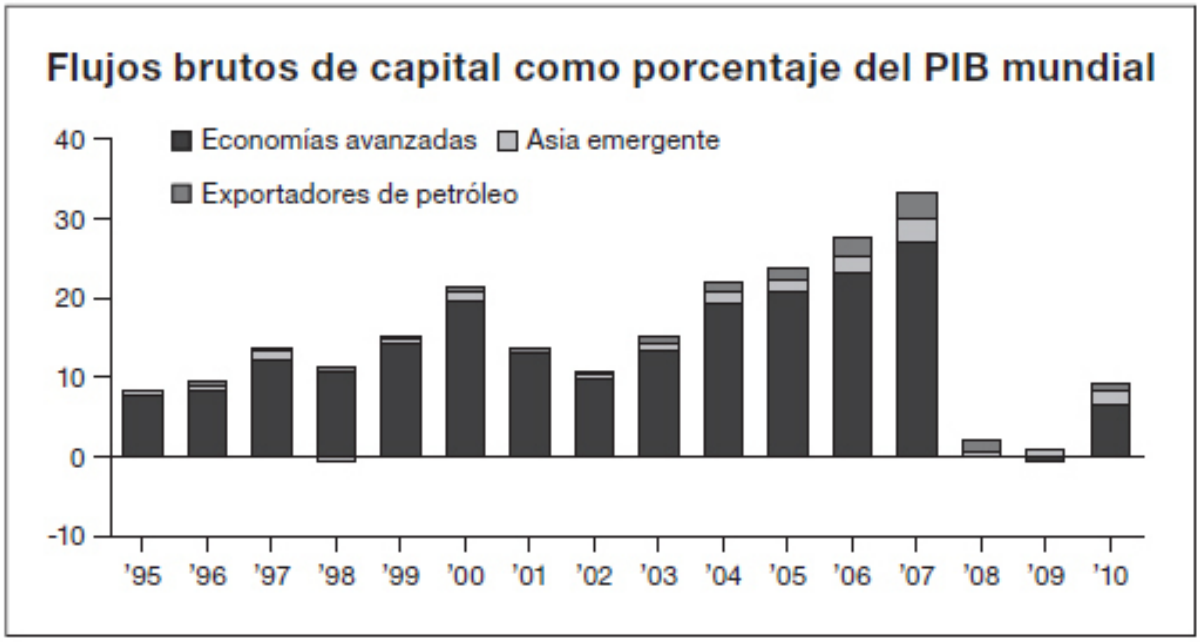
como si un gigantesco volante de inercia estabilizador se parara en seco, enviando una brusca sacudida a todo el sistema financiero.

Fuente: Barry Eichengreen y Kevin O'Rourke, «A Tale of Two Depressions Redux», http://voxeu.org/article/tale-two-depressions-redux

Ben Bernanke sabía que era crucial mantener la compostura en público: «Los pánicos financieros tienen un componente psicológico importante. Proyectar calma, racionalidad y confianza es tener ganada la mitad de la batalla», opinaría posteriormente.[78] Pero, al ser economista e historiador de la economía, Bernanke comprendía la magnitud de lo que ocurría. La amenaza en 2008 no era la misma que en 1929. La amenaza era algo aún más grande y posiblemente peor. Según Bernanke afirmaría más tarde en varias ocasiones, en los meses de «septiembre y octubre de 2008» se produjo sin lugar a dudas «la peor crisis financiera de la historia universal, incluida la Gran Depresión».[79] En los años treinta no hubo ningún momento en el que se produjera una sincronización a tan gran escala, en el que tantos grandes bancos del mundo corrieran el riesgo de quebrar simultáneamente. La velocidad y la fuerza de la avalancha no tenían precedentes. Bernanke

admitió posteriormente a los lectores de sus memorias que «era abrumador, incluso paralizante, pensar demasiado en lo que estaba en juego, así que me centraba todo lo que podía en las tareas concretas que tenía entre manos [...] [M]ientras se sucedían los acontecimientos, reprimía mis miedos y me centraba en resolver los problemas».[80] Solo cuando ya se acercaba el final de su segundo mandato pudo relajarse. Al volver la vista atrás, era como sufrir un accidente de coche: «Te dedicas sobre todo a intentar no caer desde el puente y solo después dices "¡Dios mío!"».[81]

Tim Geithner, desde su posición estratégica en la Fed de Nueva York, expuso de un modo típicamente insensible su punto de vista sobre el esfuerzo para salvar el sistema financiero: «No sabía cómo explicar el terror de aquellos días hasta que más tarde vi *En tierra hostil*, la oscarizada película sobre una unidad especializada en desactivar bombas en Irak. Obviamente, lo que vivimos durante conferencias interminables en elegantes edificios de oficinas no es comparable a los horrores de la guerra, pero a los diez minutos de empezar la película ya sabía que por fin había encontrado algo que captaba la sensación durante la crisis: la abrumadora carga de responsabilidad combinada con el riesgo paralizante de que se produjera una quiebra catastrófica; la frustración por lo que está fuera de tu control; la incertidumbre sobre qué podría ayudar; la certeza de que incluso las buenas decisiones podían salir mal; el sufrimiento y la culpa por descuidar a tu familia; la soledad y el entumecimiento».[82]



Fuente: Claudio Borio y Piti Disyatat, «Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No link?», BIS Working Paper, 346 (2011), gráfico 5.

No hay razones para dudar de la sinceridad de estas afirmaciones. La situación era terrible. Sin embargo, las metáforas (atentados terroristas, accidentes de coche y artefactos explosivos improvisados sin explotar) son reveladoras. Colocan al equipo que luchó contra la crisis como los primeros en responder ante una apremiante emergencia. Y nos sitúan a nosotros, su audiencia, a su lado. ¿Quién no apoyaría al paternal Ben Bernanke mientras intenta que el coche familiar no se precipite por el puente o al heroico equipo de desactivación de bombas de Geithner? La política queda a un lado cuando observamos con inquietud a nuestros héroes luchar para salvarnos de un desastre. No hay tiempo para preguntar qué está ocurriendo. Estamos «todos juntos en esto». Es precisamente con esta afirmación con la que comienza una economía política de la crisis.[83] ¿Qué sistema era necesario salvar en el otoño de 2008? ¿Quién iba a resultar perjudicado? ¿Quiénes estaban incluidos en el círculo de los que necesitaban protección? ¿Quiénes no?

Cuando la crisis se disparó en septiembre de 2008, los primeros en responder realizaron una sustitución. Todo había empezado con el previsible pero devastador estallido de la burbuja inmobiliaria. La crisis estaba afectando a millones de hogares en ambos lados del Atlántico. Pero a partir de la oleada de quiebras bancarias y pérdidas de fondos de finales del verano de 2007, la crisis inmobiliaria se fue alejando paulatinamente del centro de atención. Lo importante era la posible quiebra de un banco de inversiones. En septiembre de 2008, lo que había que salvar a cualquier precio ya no eran bancos concretos, sino todo el sistema financiero. Mercados y sectores enteros (el mercado de repos, los ABCP, los fondos de inversiones) necesitaban soporte vital. Se trataba de una implosión del sistema financiero, algo parecido a un inmenso apagón que amenazaba toda la economía.

Era fundamental arreglar Wall Street, según rezaba el eslogan, para ayudar a Main Street. Este mantra se repitió en los idiomas locales de todo el mundo. Y, a efectos de que prosiguiera la actividad empresarial, sin duda era crucial mantener el crédito empresarial. En septiembre ni siquiera las empresas de primera línea podían conseguir financiación a corto plazo. McDonald’s ya no podía conseguir crédito del Bank of America.[84] Se rumoreaba que el gigante de la ingeniería GE y la Universidad de Harvard

tenían problemas de liquidez.[85] Pero más allá de estas medidas de rescate inmediatas, ¿servía realmente el foco exclusivo en el sistema financiero a los intereses de la economía real?[86] ¿Estaba causando la imposibilidad de pedir préstamos un fracaso de las inversiones y, por tanto, la depresión en curso? ¿O el hundimiento del mercado inmobiliario y la falta de liquidez de los hogares estaban frenando la actividad económica de forma que no había incentivos para invertir y, por tanto, no existía una demanda de préstamos?

Tal vez parezcan preguntas académicas. La bomba estaba activada. El coche se precipitaba por el puente. En medio de una catástrofe mundial, ¿realmente importaba en qué dirección señalara la flecha de la causalidad? Dada la intensidad de la crisis financiera, ¿por qué debería importar? Porque la decisión que tomaron los estadounidenses responsables de luchar contra la crisis de dejar estas cuestiones fuera del debate y dar absoluta prioridad a salvar el sistema financiero influyó en todo lo que sucedió después. Preparó el terreno para una inversión extraordinaria y amargamente irónica. Mientras que desde los años setenta los incesantes mantras de los portavoces del sector financiero habían sido el libre mercado y la mínima regulación, lo que por entonces estaban pidiendo era la movilización de todos los recursos del Estado para salvar las infraestructuras financieras de la sociedad de una amenaza de implosión del sistema, una amenaza que comparaban con una emergencia militar.

Capítulo 7
LOS RESCATES

La respuesta a la ferocidad de la crisis financiera de 2008 fue la adopción de medidas estatales sin precedentes en la historia del capitalismo. Nunca antes, salvo en tiempos de guerra, habían intervenido los Estados a semejante escala y con tanta celeridad. Fue un golpe devastador a la complaciente creencia en la gran moderación, una impactante invalidación de la ideología dominante del *laissez-faire*. Movilizar billones de dólares con cargo a los contribuyentes para salvar a los bancos de las consecuencias de su temeridad y su codicia iba en contra de las máximas de equidad y buen gobierno. Pero, en vista del riesgo de contagio, ¿cómo no iban a actuar los Estados? Sin embargo, tras hacerlo, ¿cómo podrían volver a considerar siquiera la idea de que los mercados eran eficientes, se autorregulaban y era mejor dejar que se las arreglaran solos? Fue un profundo cuestionamiento de la idea básica que había orientado el gobierno económico desde los años setenta. Fue aún más importante porque dicho cuestionamiento no provino de fuera. No fue motivado por un giro ideológico radical a la izquierda o la derecha. Había muy poco tiempo para pensar o para un examen más amplio. La intervención fue impulsada por el mal funcionamiento del sistema financiero y la imposibilidad de separar cada quiebra empresarial de sus repercusiones sistémicas más amplias. Martin Wolf, el respetado jefe de opinión económica del *Financial Times*, describió el 14 de marzo de 2008 como «el día en que murió el sueño de un capitalismo global de libre mercado mundial».[1] Ese fue el día en el que se anunció el rescate de Bear Stearns, y no era más que el principio.

I

Las batallas de los rescates se libraron a ambos lados de la cuenca Atlántica: en Estados Unidos, Islandia, Irlanda, Gran Bretaña, Francia, Alemania, el Benelux, Suiza. La potencia de fuego financiero utilizada fue inmensa y justificarla se convirtió en un campo de debate político en sí mismo. Pero independientemente de los parámetros que utilicemos, es

evidente que nunca antes se había visto nada igual, ni por su alcance ni por su enorme escala. Se comprometieron más de 7 billones de dólares.

Los principales mecanismos de intervención fueron cuatro: (1) préstamos a los bancos; (2) recapitalización; (3) adquisición de activos; y (4) garantías estatales para los depósitos bancarios, las deudas bancarias o incluso la fatalidad del balance. Allí donde golpeó la crisis, los Estados se vieron obligados a adoptar alguna combinación de estas medidas. Los organismos encargados fueron los bancos centrales, los Ministerios de Hacienda y los reguladores bancarios. Lo que los resúmenes estadísticos presentan como simples enumeraciones fueron, en realidad, soluciones desesperadas e improvisadas que surgieron en sesiones, apenas coordinadas para solucionar problemas, celebradas día y noche. Cuando la crisis se agravó, puso a prueba la resistencia financiera y política de los Estados. En términos generales, esto produjo cuatro tipos de resultados, que reflejan el grado de inmersión en las finanzas mundiales, los recursos de los Estados en peligro, la configuración de la élite gobernante y el equilibrio de poder en el seno del propio sector financiero.[2]

En los casos más extremos, la crisis desbordó al Estado. Irlanda e Islandia simplemente no disponían de los recursos, de las instituciones ni las capacidades políticas para hacer frente al gigantesco impacto en sus sectores financieros sobredimensionados. Sufrirían una crisis integral, al igual que las economías de mercado emergentes de Europa del Este más afectadas. Otros países estaban en mejores condiciones. Pese a tener un sector financiero muy sobredimensionado, Suiza sobrevivió intacta, gracias a que prestó una atención temprana, intensa y constante a su único megabanco en problemas, UBS.[3] Aunque nunca fue nacionalizado, en la práctica quedó bajo tutela estatal. En los Estados europeos más grandes y en aquellos con sistemas bancarios menos excesivos (Reino Unido, Alemania, Francia, Bélgica y los Países Bajos) hubo más heterogeneidad. Pese a la magnitud de las crisis a las que se enfrentaron, disponían de recursos para afrontarlas. Intentaron aplicar soluciones organizativas y financieras generales, incluidas infructuosas propuestas para coordinar una respuesta europea común a la crisis. Pero los esfuerzos para lograr coherencia y coordinación se vieron obstaculizados por los cálculos políticos nacionales y el comportamiento poco colaborador de los principales bancos, que se creían lo suficientemente grandes como para poder sobrevivir sin la humillación de aceptar ayudas estatales. No hubo un desastre vertiginoso,

pero la contención de la crisis fue extremadamente cara y, en el mejor de los casos, parcial.

Medidas estatales de apoyo a las instituciones financieras desde octubre de 2008 a finales de mayo de 2010 (en miles de millones de euros a menos que se especifique lo contrario)

	Inyecciones de capital			Garantías del pasivo, bonos		Otras garantías		Apoyo a los activos			Asignación total
	Asignados en regímenes de ayuda	Utilizados	Regímenes de ayuda externos	Asignados	Utilizados	Asignados	Utilizados	Asignados	Utilizados	Utilizados	% del PIB en 2008
Austria	15	5,8	0,6	75	21,8						32
Bélgica			19,9	32	34		90,8			16,8	47
Alemania	40	29,4	24,8	400	110,8		75	40	17	39,3	25
España	99	11	1,3	100	36,4		9	50	19,3	2,5	24
Francia	21	8,3	3	320	134,2		0	0	0	0	18
Grecia	5	3,2	0	30	13,3		0	8	4,4	0	18
Irlanda	10	12,3	7	485	72,5		0	90	8	0	319
Italia	12	4,1	0	0	0		0	50	0	0	4
Países Bajos	20	10,2	16,8	200	54,2		50			21,4	52
Dinamarca	13	3,5	2,2	0	36,9						23
Suecia	5	0,5			142	25,4					49
Reino Unido	55	33,7	35,8	300	157,2					217,8	25
Suiza	4							41	41,2		13
Australia				602	118,6						97
EE.UU.	580	216,2	19,1	1 066	369,8	534	26,7	1.148	40	74,9	30
Total	879	338,2	130,5	3.752	1.705,1	559,4	251,5	1.427	124,4	372,7	

Fuente: Basado en Stéphanie Stolz y Michael Wedow, «Extraordinary Measures in Extraordinary Times: Public Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States», Bundesbank Series 1, Discussion Paper 13, 2010

Con esta demostración de fuerza, Estados Unidos se consolidó como el único Estado nación con capacidad no solo para respaldar al mayor sector financiero del mundo, sino también para imponer soluciones globales. No en vano, a los responsables estadounidenses de luchar contra la crisis les gustaba hablar en términos militares, de «grandes bazucas» y de «conmoción y pavor». Geithner fue aún más allá. Para inspirarse, se basó en la doctrina de guerra formulada tras el desastre de Vietnam por Colin Powell, el jefe del Estado Mayor Conjunto de Estados Unidos: atacar con una fuerza masiva y planear una clara vía de salida.[4] Se trataba de una analogía que invocó por primera vez Larry Summers durante la crisis financiera de México en 1994. Para entonces se había convertido en el mantra de Geithner. Para él, la «doctrina Powell aplicada a las finanzas internacionales» significaba «el uso generalizado de la fuerza con una clara estrategia de resolución». Geithner insistía en que «la gradualidad entraña más riesgos y tiene mayores costes que la acción agresiva». Para Geithner y sus acólitos era evidente que las medidas rápidas y decisivas generaban

dividendos. En comparación con el desastroso desempeño de la economía europea, Estados Unidos volvía a estar en marcha.[5] El liderazgo de las finanzas estadounidenses se renovó. Incluso cuando se analizaban de manera restrictiva en términos contables, muchos de los programas de ayuda del Tesoro y de la Fed arrojaban beneficios para los contribuyentes estadounidenses.[6] Las ventajas de evitar una segunda Gran Depresión eran enormes.

En comparación con la experiencia europea, resulta fácil entender que este discurso autocomplaciente de Estados Unidos obtuviera aceptación. Pero sus méritos económicos no son tan evidentes como presumen sus partidarios. Y no ofrecía consuelo a los defensores del *laissez-faire*. Lejos quedaban los días en que la política económica consistía en reducir el tamaño del Estado para dar rienda suelta al orden espontáneo de la libertad de mercado. La sabiduría ya no radicaba en elaborar normas predecibles para reducir la arbitraria discrecionalidad de los responsables de formular políticas. La política económica inspirada en la guerra era una cuestión de voluntad, de vigilancia, de pericia táctica y de potencia de fuego. Y pese al atractivo populista de la retórica militar, había un precio político a pagar.[7] La lucha contra la crisis de 2008-2009 alteró la política estadounidense. La administración Bush perdió el respaldo de gran parte de los congresistas republicanos. La crisis rompió el frágil vínculo entre la élite directiva y empresarial del partido y sus bases populares derechistas. Cuando el ala popular del partido, respaldada por donantes de la oligarquía inconformistas, se fue inclinando cada vez más hacia una oposición indignada contra el sistema, los conservadores convencionales como Bernanke y Paulson se quejaron de que no eran ellos quienes abandonaban al partido, sino que el partido los abandonaba a ellos.[8] Los esfuerzos para luchar contra la crisis de la administración Bush los realizaron las mayorías del Partido Demócrata en el Congreso. Esa contradicción se resolvería con la victoria electoral de Barack Obama el 4 de noviembre de 2008, solo unas semanas después de que la crisis alcanzara su punto álgido. No obstante, la fractura en la derecha estadounidense tendría con el tiempo profundas consecuencias tanto para Estados Unidos como para el resto del mundo.

II

En 2007, la mayor esperanza de las autoridades seguía siendo que el sector privado pudiera rescatarse a sí mismo. El consorcio de rescate de J.P. Morgan en 1907 formaba parte de la leyenda de Wall Street. A finales de octubre de 2007, los tres bancos principales (Citigroup, Bank of America y JPMorgan Chase) acordaron con ayuda del Tesoro estadounidense colaborar para crear el llamado Master Liquidity Enhancement Conduit (Mecanismo Principal de Mejora de la Liquidez), que ayudaría a estabilizar el mercado de bonos de titulización hipotecaria y a reactivar el mercado de pagarés y otros instrumentos a corto plazo.[9] No sorprende que al secretario del Tesoro Paulson le encantara la idea. Sin embargo, cualquier acuerdo proveniente del sector privado era vulnerable a los problemas de la acción colectiva. Aunque los bancos detestaban la intervención estatal, también deseaban eludir el estigma de unirse a un cártel de empresas en crisis, sobre todo a uno que incluyera a Citigroup, cuyo balance era especialmente tóxico.[10] Cuando HSBC, un importante competidor mundial, anunció que absorbería la totalidad de los 45.000 millones de dólares en pérdidas sufridas por sus SIV en sus balances financieros, no podía parecer que sus principales competidores estadounidenses se conformaban con una segunda mejor opción.[11] Para diciembre de 2007, el plan del banco privado malo se había frustrado.

Al fracasar la acción colectiva, el Estado podía intervenir, actuando como intermediario en jefe, mediando en acuerdos de adquisición entre bancos individuales. En Gran Bretaña, en 2008, el conglomerado escocés HBOS fue vendido al Lloyds Bank con el respaldo de Downing Street.[12] El segundo banco de Alemania, Dresdner, se fusionó con Commerzbank, el tercero.[13] Como revelaron ambos acuerdos, el riesgo era que el banco que tenía problemas arrastrara con él a su rescatador. En Estados Unidos, las fusiones comenzaron en serio con Bear Stearns, que llegó a un punto crítico la noche del 13 al 14 de marzo de 2008.[14] Si se hubiera deshecho de su cartera de 200.000 millones de dólares en ABS y CDO a precios de liquidación, el efecto habría sido catastrófico. Habría obligado a todos los demás bancos a reconocer pérdidas devastadoras, sembrando el pánico. Para alivio del Tesoro y de la Fed, J. P. Morgan estaba interesado en adquirir Bear. Su enérgico presidente ejecutivo, Jamie Dimon, confiaba en que su saneado balance le colocara en posición de picotear los huesos. Pero para cerrar el trato, Dimon necesitaba el incentivo adecuado. En virtud de los poderes excepcionales previstos en la cláusula 13(3) de los estatutos de

la Fed, 30.000 millones de dólares en los activos más tóxicos fueron retirados de la contabilidad de Bear por un SIV financiado por la Reserva Federal de Nueva York.[15] Después, a las 5.00 de la mañana del 14 de marzo, con los mercados de repos cerrados para Bear, la Fed de Nueva York prestó 12.900 millones de dólares a J. P. Morgan, que J. P. Morgan prestó a continuación a Bear. A partir de entonces, la suerte estaba echada. J. P. Morgan acordó inicialmente pagar la ridícula cantidad de 2 dólares por acción por lo que quedaba de Bear. Esta cifra contrasta con una valoración de 159 dólares por acción solo un año antes. Cuando los accionistas de Bear protestaron, se aumentó el precio a 10 diez dólares por acción. Ya fuera a 2 o a 10 dólares, J. P. Morgan estaba convencido de que obtendría beneficios.

Las medidas de la Fed impidieron lo que podría haber sido una bancarrota perjudicial y caótica. Pero los incentivos que J.P. Morgan había obtenido eran, como mínimo, discutibles. Paul Volcker, el legendario ex presidente de la Fed, diría que bordeaban «el límite de sus facultades legítimas e implícitas».[16] Los firmes defensores de la lógica del riesgo moral sostendrían a partir de entonces que el rescate de Bear fue el que provocó el desastre de Lehman.[17] Al haber sido rescatado un banco de inversiones, la dirección de Lehman se sentía a salvo. También se encontraría una solución para sus problemas. Podían permitirse tomarse su tiempo para buscar el mejor acuerdo posible, una actitud que les costaría muy cara.

Independientemente de que fuera legal o acertado, el rescate de los bancos de inversión mediante operaciones opacas era un asunto técnico que se podía mantener alejado de los titulares políticos. Esto cambió con Fannie Mae y Freddie Mac. Al estar dos entidades esponsorizadas por el gobierno y ser indispensables en el mercado hipotecario, se encontraban en el centro de atención política de Washington. En el verano de 2008, con la titulización privada paralizada, también fueron las responsables de respaldar el 75 % de las nuevas hipotecas concedidas en Estados Unidos. La mayor parte del balance de Fannie Mae y Freddie Mac consistía en hipotecas conformes de la máxima calidad. De haber tenido balances convencionales, deberían haber sido capaces de capear el temporal. El problema fue que no los tenían. En junio de 2008, Fannie Mae y Freddie Mac poseían MBS valorados en 1,8 billones de dólares y garantizaban otros 3,7 billones mediante el capital propio, que en el caso de Fannie Mae ascendía a solo 41.200 millones de dólares y, en el de Freddie Mac, a 12.900 millones.[18]

Era una ratio de apalancamiento que habría hecho sonrojarse incluso al banquero de inversiones más osado. Solo era concebible porque Fannie Mae y Freddie Mac eran empresas esponsorizadas por el gobierno. En el verano de 2008 se pondría a prueba el significado de esta expresión. Al permitir solo unas pérdidas mínimas, el capital de Fannie Mae y Freddie Mac desaparecería por completo. Si quebraban, acabarían con los últimos prestamistas que quedaban en el mercado hipotecario y pondrían en tela de juicio el crédito de Estados Unidos. También pondrían en peligro una enorme cartera de valores que en gran parte estaba en manos de inversores extranjeros. En el verano de 2008, los inversores extranjeros poseían 800.000 millones de dólares de deuda emitida por las GSE. Fannie Mae y Freddie Mac eran, como bromeó el influyente bloguero Brad Setser, «demasiado chinas para caer».[19]

En la primavera de 2008, el Tesoro de Hank Paulson, desesperado por controlar la situación, empezó a negociar un acuerdo entre los congresistas demócratas y republicanos que otorgara al gobierno federal las atribuciones necesarias para reestructurar los gigantes hipotecarios.[20] Sin embargo, el Congreso fue dando largas durante el verano. Los republicanos no cooperaban y los demócratas insistían en que, para poder presentar la propuesta, debía incluir ayudas a los propietarios de viviendas en dificultades y la transferencia de subvenciones en bloque a los estados afectados para la compra de propiedades embargadas. A mediados de julio, la situación estaba llegando a un punto crítico. En vista de la magnitud de la crisis y de la opacidad de la situación financiera de las GSE, podría ser necesaria una enorme inyección de capital.[21] El Tesoro abogaba por una autorización limitada únicamente por el importe máximo de empréstito del gobierno federal, poniendo toda la capacidad financiera del Estado estadounidense al servicio de las GSE. Como dijo Paulson ante la Comisión Bancaria del Senado, «[s]i llevas una pistola de agua en el bolsillo, puede que tengas que sacarla. Si llevas una bazuca, y la gente lo sabe, tal vez nunca tengas que sacarla».[22] La petición de Paulson pretendía impresionar y su comentario sobre la bazuca tuvo eco en todo el mundo. El secretario del Tesoro estadounidense estaba desesperado por tranquilizar a los tenedores de bonos extranjeros. Pekín estaba cada vez más alarmado.[23] Paulson escribió en sus memorias: «Hablaba con ellos [ministros y funcionarios chinos] regularmente porque no quería que inundaran el mercado de valores y precipitaran una crisis mayor [...] Por eso, cuando

acudí al Congreso y solicité aquellos poderes excepcionales [para estabilizar Fannie y Freddie], y recibí una paliza de muerte de nuestro Congreso en público, tuve que llamar a los chinos constantemente para explicar al Banco Popular de China: "Escuchen, así es nuestro sistema político, esto es teatro político. Lo conseguiremos". Yo mismo no estaba del todo seguro, pero, desde luego, hice cuanto pude para tranquilizarlos».[24]

Puede que la confusión de los chinos estuviera justificada. El teatro político que se estaba representando en Washington D. C. era nuevo y extraño. Una administración conservadora y partidaria del libre mercado, encabezada por empresarios, estaba proponiendo un gasto público ilimitado para nacionalizar una gran parte del sistema de financiación de la vivienda. Al electorado republicano le horrorizaba la idea de ayudar a prestatarios de hipotecas que no lo merecían y a la maquinaria del New Deal que había amparado e instigado su irresponsabilidad, pero, para Paulson, el riesgo sistémico era evidente. Y el presidente Bush le apoyó. «Fue un tremendo acto de coraje político. Era como si, en los últimos días de su administración, el presidente estuviera de pronto cambiando de bando, respaldando a los demócratas y oponiéndose a los republicanos en asuntos que iban en contra de los principios básicos de su administración. Pero estaba decidido a hacer lo que fuera mejor para el país», diría con efusividad Paulson.[25] Paulson estaba mostrando una división fundamental en el seno del conservadurismo estadounidense. No se podía contar con el ala derecha del partido para que apoyara medidas que eran impopulares y desagradables, pero claramente necesarias para salvar «el sistema». Paulson reconoció que la autorización que solicitó no tenía precedentes. «No sé si se había facultado alguna vez antes a algún organismo del poder ejecutivo para prestar a una empresa o invertir en ella una cantidad ilimitada. Lo único que podía hacer era argumentar que el carácter extraordinario e impredecible de la situación justificaba la autorización en aquel caso.»[26] También sabía que solo los demócratas, el partido que tenía relativamente menos reparos a la hora de ampliar el ámbito de competencia del gobierno, estaban dispuestos a secundar esta lógica de que se trataba de una necesidad absoluta e imperiosa, dictada no por una emergencia de seguridad nacional, sino por una crisis financiera.

La autorización plenipotenciaria extraordinaria de Paulson para rescatar a Fannie Mae y Freddie Mac fue aprobada en el Congreso el día 26 de julio. Tres cuartas partes de los republicanos de la Cámara votaron en contra. Se

promulgó como ley el 30 de julio. La Casa Blanca juzgó conveniente renunciar a la tradicional ceremonia festiva en el Despacho Oval. No existía razón alguna para provocar a los republicanos y no había tiempo que perder. Con un equipo procedente de Morgan Stanley que trabajó sin ánimo de lucro, el Tesoro se sumió en semanas de investigaciones forenses y negociaciones con los fallidos reguladores de las GSE. Los resultados fueron descorazonadores. Las dos GSE eran insolventes. No bastaría con un aporte de liquidez. El domingo 7 de septiembre de 2008, Fannie Mae y Freddie Mac fueron puestas bajo tutela gubernamental. Fue una nacionalización en toda regla salvo en el nombre. De ser necesario, el Tesoro repondría su capital para compensar cualquier descalce entre los activos y los pasivos hasta un máximo inicial de 100.000 millones de dólares para cada una. La Fed concedió líneas de crédito y se comprometió a comprar todos los MBS de los que necesitaran deshacerse las GSE en dificultades. Más que una bazuca, era la opción nuclear.

El objeto crucial de esta intervención era convencer a los tenedores de bonos, sobre todo a los extranjeros, de que Fannie Mae y Freddie Mac no iban a quebrar. Pese a las intrigas de Rusia, la avería de la maquinaria estadounidense de hipotecas patrocinadas por el gobierno no degeneró en una crisis mundial, pero las repercusiones políticas fueron nefastas y tuvo graves consecuencias para el futuro rumbo de la crisis. En el ala derechista del Partido Republicano, plenamente movilizada para unas elecciones presidenciales muy reñidas, la nacionalización de Fannie Mae y Freddie Mac desató una tormenta.[27] El Tesoro hizo todo lo posible para evitar las acusaciones de amiguismo imponiendo un dividendo punitivo al capital aportado, eliminando a los accionistas existentes de las GSE. La Asociación de Banqueros de Estados Unidos se alineó con la administración y pidió a los republicanos que apoyaran el rescate, pero el conservador Club for Growth, un grupo de presión derechista financiado por los hermanos Koch, se opuso de inmediato. El presidente de la Cámara John Boehner y el ex presidente de la misma, Newt Gingrich, se pronunciaron en contra del rescate de Paulson. Se creía que, a título personal, John McCain era partidario del rescate, pero el 29 de agosto nombró a Sarah Palin, la populista gobernadora de Alaska, como candidata a la vicepresidencia. Palin no tenía opiniones coherentes sobre las GSE o la crisis financiera, pero su fanfarronería enardecía a las bases republicanas. Cuando la crisis se agravó, a la administración Bush le aterró la idea de tener que hacer frente a

una insurgencia dentro de su propio partido encabezada por un candidato presidencial en pie de guerra contra los rescates. Lo que hizo que el incendio republicano resultara tan preocupante fue que, a principios de septiembre, parecía evidente que el rescate de Fannie Mae y Freddie Mac solo era la primera ronda y que la siguiente etapa de la batalla no se decidiría en Washington, sino en Wall Street.

El Tesoro había estado observando con inquietud durante meses cómo Lehman Brothers buscaba un comprador. En la segunda semana de septiembre, las opciones se estaban agotando. Las conversaciones con un posible comprador coreano se habían estancado. En las frenéticas negociaciones organizadas por la Reserva Federal neoyorkina de Geithner y supervisadas por Paulson en persona, la búsqueda de una solución en el sector privado fracasó. El momento culminante fue el fin de semana del 13 al 14 de septiembre. Lo que ocurrió en esas 48 horas será siempre objeto de controversia, pero lo que es indudable es que el Bank of America, el gigantesco banco comercial del que se esperaba que salvara a Lehman, compró Merrill Lynch.

Merrill era más grande que Lehman. También estaba muy expuesto a la burbuja inmobiliaria. Al igual que Lehman, era un banco de inversiones que no podía funcionar sin acceso al mercado de repos. No cabía duda de que habría sido el siguiente en caer después de Lehman.[28] Pero a diferencia de este, la dirección de Merrill fue hábil y salvó al banco presionando para entablar conversaciones directas con el Bank of America. Era bien sabido que Ken Lewis, el presidente del Bank of America, siempre había querido emular a Citigroup incorporando un banco de inversiones a su negocio de banca comercial. En el desesperado fin de semana del 13 al 14 de septiembre de 2008, los centenares de miles de millones de depósitos minoristas del Bank of America garantizados por la FDIC eran una parte del sistema financiero que no estaba funcionando. Esta base de financiación ofreció al Bank of America la plataforma para adquirir Merrill Lynch. Pero ¿en qué condiciones? A primera vista, se trataba de un regalo. Merrill, uno de los grandes nombres de Wall Street, estaba valorado a finales de 2007 en 150.000 millones de dólares, con 1,02 billones en activos y más de 60.000 empleados en todo el mundo, pero, en vista de las posibles pérdidas y de su precaria financiación mayorista, ¿en cuánto estaba valorado en septiembre de 2008? Finalmente, el Bank of America, muy presionado por Paulson y Bernanke, pagó 50.000 millones, 29 dólares por acción, una tercera parte

del valor de Merrill en fecha reciente, pero un 40 % más de su valor de mercado la semana anterior.

Después de que el Bank of America adquiriera Merrill, la última esperanza para Lehman era un acuerdo transatlántico con el banco británico Barclays, donde tomaba las decisiones el expatriado estadounidense Bob Diamond, que antes había trabajado en Morgan Stanley y Credit Suisse. Sin embargo, el primer ministro Gordon Brown y el ministro de Hacienda Alistair Darling se negaron a flexibilizar la normativa para permitir que la adquisición siguiera adelante sin la aprobación de los accionistas y sin compromisos de apoyo del Tesoro estadounidense. Si el Bank of America había elegido a Merrill, ¿cuál era el problema de Lehman? Le dijeron a Paulson que Londres no quería «importar el cáncer estadounidense».[29]

La pregunta básica es por qué las opciones de Lehman eran tan escasas. ¿Por qué la Fed y el Tesoro no estaban dispuestos a facilitar el acuerdo de Lehman como había hecho con la adquisición de Bear Stearns por J. P. Morgan?[30] ¿Por qué, tras el fracaso de la opción privada, no se había planeado algún otro tipo de respaldo como el que se prestaría tan generosamente durante las semanas siguientes? Geithner, Paulson y Bernanke han insistido en que la pregunta es superflua. El problema no fue la falta de voluntad del Tesoro y de la Fed, sino que no disponían de medios. La caída de Lehman no obedeció a un propósito deliberado por parte de las autoridades. «No lo hicimos a propósito. Habíamos topado con las limitaciones de nuestra autoridad y los temores de los reguladores británicos», insistía Geithner.[31] Bernanke sostiene que la Fed no pudo prestar a Lehman porque solo presta a cambio de buenas garantías a bancos solventes.[32] Lehman era insolvente y, al ser un banco de inversiones, sin una base de depósitos y de fuentes alternativas de ingresos, carecía de garantías. Pero se trata de justificaciones *a posteriori*. En su momento, la quiebra de Lehman se atribuyó a una decisión meditada que fue bien acogida. El 17 de septiembre, el congresista demócrata Barney Frank declaró en una audiencia con funcionarios del Tesoro que el lunes 15 de septiembre, el día de la quiebra de Lehman, se conmemoraría durante mucho tiempo como el «Día del Libre Mercado».[33] Frank bromeaba, pero otros, no. Según uno de los ayudantes de Paulson, el 15 de septiembre se percibió como un «buen día en el Tesoro». Habían dejado a los mercados hacer su trabajo.[34] Un editorial de *The New York Times* afirmaba que era «extrañamente tranquilizador» que se hubiera permitido caer a Lehman.[35]

The Wall Street Journal felicitaba a Paulson por no ceder. «[E]l gobierno tenía que trazar una línea en algún punto.»[36] Para Geithner, de la Fed de Nueva York, no era un consuelo: «No habíamos elegido trazar una línea. Éramos impotentes, no valientes. Habíamos intentado sin éxito impedir una quiebra catastrófica».[37]

Geithner llegaría a basar todo un programa de consolidación del Estado en esta interpretación de la crisis. Si lo que habían faltado en 2008 eran unos poderes estatales de intervención adecuados, la respuesta era dotar a la Fed y al Tesoro de los instrumentos apropiados. Lo que Geithner no podía admitir era la posibilidad de que, en realidad, «Hank y Ben» hubieran cometido un error, de que tal vez hubieran subestimado la gravedad de las consecuencias que tendría la quiebra de Lehman. O que Paulson, al ser un secretario del Tesoro republicano, pudiera haberse visto condicionado por la política. Pero esto es lo que sugiere la reconstrucción forense posterior. Las mejores pruebas contemporáneas disponibles apuntan a que, en contraste con las autojustificaciones que los protagonistas fabricaron después de que las catastróficas consecuencias de la quiebra de Lehman fueran evidentes, el obstáculo fundamental para salvar a Lehman fue que Paulson se negó desde un principio a considerar otro rescate.[38] El ministro de Hacienda británico Alistair Darling mantuvo contactos frecuentes con Nueva York durante todo ese fin de semana decisivo. Su punto de vista es revelador: «Lo preocupante era que cada vez resultaba más evidente que el Tesoro estadounidense era reacio a prestar el apoyo financiero para cerrar el trato. No me sorprendió del todo [...] No creo que tuviera suficiente capital político para convencer a los republicanos de que nacionalizaran otro banco».[39] Esta opinión se vería corroborada dos semanas más tarde durante la desesperada batalla para aprobar el Programa de Rescate de Activos Problemáticos (TARP, por sus siglas en inglés). Aunque fue Paulson quien tomó la iniciativa en las conversaciones con Lehman en Nueva York, Bernanke, desde Washington, estaba totalmente de acuerdo. La Fed no cooperó en los desesperados intentos de la dirección de Lehman por ganar tiempo. Contrariamente a la impresión creada por el testimonio retrospectivo de Bernanke, la Fed empujó de manera concertada a Lehman a la bancarrota. El argumento aducido en ese momento fue que poner fin a la incertidumbre con la bancarrota ayudaría a calmar los mercados. Es muy fácil decirlo *a posteriori*, pero fue un error de juicio espectacular.

La magnitud del error se hizo evidente pocas horas después, cuando la onda expansiva de la quiebra de Lehman afectó a la economía estadounidense y mundial. Al día siguiente, Paulson, Bernanke y Geithner tuvieron que abordar la cuestión de qué hacer con el gigante de los seguros AIG.[40] También en este caso el primer impulso fue buscar una solución privada. J. P. Morgan y Goldman Sachs mantuvieron conversaciones «frenéticas» durante el lunes 15 de septiembre, pero, para las siete de la tarde, ya se había desvanecido toda esperanza de un rescate privado. Cuando el equipo del rescate había llegado a una conclusión similar sobre Lehman veinticuatro horas antes, se había empezado a preparar para la bancarrota. Esta vez, la conclusión fue la opuesta. Los mercados financieros no resistirían una segunda sacudida y el nivel de interconexión de AIG a través de derivados, repos y préstamos de valores era aún mayor que el de Lehman. Dejar caer a AIG habría sido, en palabras de un operador de Wall Street, una «extinción masiva». En su lugar, la Fed intervino. Como había hecho con Bear Stearns, la Fed declaró la emergencia prevista en la cláusula 13(3). La Fed de Nueva York ofreció una línea de crédito garantizada de hasta 85.000 millones de dólares. A primera hora de la tarde del martes 16 de septiembre, el personal de seguridad de la Fed acudió a las oficinas de AIG en Pine Street, 80, en el Lower Manhattan, para recoger títulos de acciones por valor de decenas de miles de millones de dólares que sirvieran como garantía. Con los certificados de la segunda compañía de seguros más importante del mundo a salvo en las cámaras acorazadas de la Fed de Nueva York, a las 3.30 de la tarde se anunció la primera fase del rescate. La Fed respaldó la cartera de permutas de cobertura por impago de AIG y sus préstamos de valores. A cambio recibió acciones de AIG y sus filiales que otorgaban al Gobierno estadounidense una participación del 79,9 % en el negocio mundial de seguros de AIG. El acuerdo siguió el modelo establecido para la nacionalización de Fannie Mae y Freddie Mac y ocasionó unas pérdidas enormes a los accionistas de AIG. Se liquidó el negocio de los préstamos de valores y la Fed de Nueva York compró a AIG su depreciada cartera de MBS, lo que le permitió pagar a las contrapartes de los préstamos. La solución más generosa fue la ideada para la cartera de CDS, que se logró mediante la adquisición de los CDO peligrosos que AIG había asegurado. Además de las garantías que ya habían reclamado a AIG, las contrapartes cobraron el ciento por ciento correspondiente a los 62.200 millones de dólares de MBS tóxicos, cuyo valor de mercado rondaba los

27.200 millones de dólares. Es una incógnita cuál habría sido su valor si AIG se hubiera visto abocada a la quiebra. En cualquier caso, la ayuda a las contrapartes y sus clientes ascendió a miles de millones. El sistema financiero estadounidense no fue el único que se benefició. Durante el rescate, la Fed se aseguró de mantener en vigor los contratos de seguros que AIG había ofrecido a los bancos europeos para proporcionar «flexibilidad reglamentaria». Los estadounidenses calculaban que, de haber sido anulados, los bancos europeos habrían necesitado al menos 16.000 millones de dólares de capital adicional. La Fed de Nueva York dijo posteriormente en el Congreso que, «por miedo a gritar "¡Fuego!" en un teatro abarrotado», pensó que sería mejor no mencionar siquiera las posibles consecuencias de la crisis de AIG a los reguladores europeos.

III

Si el objetivo era la estabilidad del sistema, no bastaría el tipo de improvisaciones que había permitido la quiebra de Lehman y el rescate de AIG. Tras haber comprendido a lo que se enfrentaban, el 17 de septiembre Bernanke y Paulson decidieron que tenían que solicitar al Congreso recursos adicionales y la autorización para usarlos.[41] Paulson sabía que el riesgo político era serio, pero se enfrentaban al desplome de todo el sistema de Wall Street y los recursos de los que disponían para afrontarlo estaban ya al límite. Ante la hemorragia de dinero de los fondos del mercado monetario, el 19 de septiembre el Tesoro tomó la decisión extraordinaria de ofrecer una garantía a todos los fondos dispuestos a pagar un seguro, con la cobertura respaldada por 50.000 millones de dólares del Fondo de Estabilización Cambiaria. Fue otra improvisación. El Fondo de Estabilización Cambiaria se había creado en 1934, en la época del New Deal, para permitir al Tesoro de FDR gestionar el tipo de cambio del dólar tras el abandono del patrón oro. El fondo era muy pequeño en comparación con los grandes fondos de inversión colectiva de billones de dólares gestionados en septiembre de 2008, pero utilizarlo para respaldar un fondo de garantía permitía el apalancamiento, y, aún más importante, era la única suma de dinero de la que podía disponer de inmediato el Tesoro.

Mientras tanto, Morgan Stanley y Goldman, los dos bancos de inversión que seguían en pie, estaban sometidos a una inmensa presión de financiación. Una semana después de Lehman, fueron rescatados mediante

su recalificación como *holdings* de banca comercial para que pudieran beneficiarse de la protección de la garantía de depósitos de la FDIC. Pero eso no hizo sino aumentar la carga para la FDIC, que ya tenía sus propios problemas. El 25 de septiembre, la FDIC cerró, fraccionó y vendió Washington Mutual. Con 244.000 millones de dólares en hipotecas en su balance, WaMu fue el banco comercial más importante que había quebrado en toda la historia de Estados Unidos. J. P. Morgan no tardó en quedarse con la red de 2.239 sucursales de WaMu y con sus depósitos.[42] J. P. Morgan no fue el único comprador en ver los beneficios que podía reportar la gigantesca venta forzosa. El banco japonés Mitsubishi también estaba dispuesto a rescatar a Morgan Stanley adquiriendo un 20%. Y Warren Buffett estaba a punto de apoyar a Goldman Sachs con una inyección de capital de 5.000 millones de dólares. Pero ambos tratos dependían de la promesa de respaldo estatal.

El 20 de septiembre, el Tesoro envió al Congreso una propuesta legislativa de tres páginas en la que se solicitaba una autorización para destinar hasta 700.000 millones de dólares a estabilizar los mercados de valores. Tras la autorización para el rescate ilimitado de las GSE, el Tesoro solicitaba ahora gastar el equivalente de todo el presupuesto estadounidense de defensa en títulos hipotecarios tóxicos. Sin embargo, lo verdaderamente audaz de la propuesta de ley de Paulson era la naturaleza del poder que solicitaba.

Según figuraba en las tres frases fundamentales del proyecto de ley:

«El secretario está autorizado a comprar, y a realizar y a financiar compromisos para comprar, en los términos y condiciones determinados por el secretario, activos hipotecarios de cualquier institución financiera que tenga su sede en Estados Unidos [...] La autorización del secretario para comprar activos respaldado por hipotecas en virtud de esta ley estará limitada a 700.000.000.000 dólares en circulación en cualquier momento. Las decisiones del secretario tomadas de conformidad con esta ley no son revisables ni están sometidas a la discrecionalidad de los organismos, y no podrán ser revisadas por ningún tribunal de justicia ni órgano administrativo».[43]

Paulson estaba pidiendo carta blanca.

Pese a ser vaga, la propuesta no surgió de la nada. Ya a mediados de abril de 2008 Paulson y un equipo del Tesoro se había reunido con Bernanke y su personal para hablar de lo que denominaban el memorando

«Romper el cristal», en el que se proponían distintas opciones para una intervención de emergencia.[44] Habían considerado garantías a gran escala para los préstamos hipotecarios, pero las habían descartado debido a que el riesgo era incierto y potencialmente enorme. La recapitalización era una forma más directa de intervenir un banco. También era eficiente. Se aprovechaba cada dólar del capital bancario. De este modo, un dólar de capital del Estado respaldaría cantidades diez, veinte o treinta veces superiores de los préstamos. Pero la recapitalización fue rechazada por motivos políticos. Paulson no deseaba pasar a la historia como el secretario del Tesoro que había nacionalizado el sistema bancario estadounidense. E incluso en el caso de que hubiera estado dispuesto a pagar ese precio personal, el Congreso nunca habría aprobado una petición expresa de recapitalización gubernamental. Los republicanos habrían votado en bloque contra la nacionalización y, sin la cobertura bipartidista, los demócratas no podían correr el riesgo.[45] El equipo del Tesoro ya había decidido en la primavera de 2008 que la vía más fácil era la compra de activos. La compra de deuda no suponía hacerse con la propiedad de los bancos. No planteaba problemas de control ni de gestión corporativa. Se podía realizar a través del «mercado». Se podía utilizar un mecanismo de subastas para determinar el precio. También es cierto que era lenta y cara: 700.000 millones de dólares apenas cubrirían más de la mitad de la titulización de hipotecas de alto riesgo pendiente. No era la solución perfecta, pero después de Lehman, AIG y WaMu, el Tesoro y la Fed estaban desesperados y necesitaban algo que el Congreso pudiera aprobar y que lo hiciera cuanto antes.

Había que conseguir que se aprobara en cuestión de días una legislación que normalmente habría pasado meses en el Congreso. Era una «*blitzkrieg* a hipervelocidad», comentó frívolamente un miembro de un grupo de presión, y tuvo problemas desde el principio.[46] Geithner escribió en sus memorias: «Los líderes del Congreso, que se habían mostrado conmocionados pero dispuestos a actuar después de que Hank y Ben les alertaran de una segunda depresión [...] ahora simplemente parecían enfadados». «Esta propuesta es desconcertante y tiene un alcance sin precedentes, y se podría añadir que falta concreción. Únicamente puedo concluir que no solo está en peligro nuestra economía, sino también nuestra Constitución», dijo Chris Dodd el presidente de la Comisión Bancaria del Senado.[47] Dodd era demócrata y al menos estaba dispuesto a considerar la posibilidad de actuar. Los republicanos fueron menos comedidos. Jim Bunning de Kentucky describió

la propuesta como «socialismo financiero antiamericano».[48] Ted Poe, un republicano de Texas, arremetió contra el plan: «Los peces gordos de la ciudad de Nueva York esperaban que el ciudadano de a pie se animara y pagara todo este disparate [...] Apuntar con una pistola financiera en la cabeza de cada estadounidense no es la respuesta».[49]

En 2008, la administración Bush tenía un problema de credibilidad cuando se trataba de poderes excepcionales. «Es extrañamente similar a la prisa por ir a la guerra en Irak. Esta administración nos ha dicho en repetidas ocasiones que la economía es esencialmente sólida y ahora, de repente, nos dice que la economía va a hundirse. Es inaceptable», declaró el congresista Mike McNulty, un demócrata del norte del estado de Nueva York.[50] El congresista demócrata por California Pete Stark recordó que el general Colin Powell, el secretario de Estado de Bush durante la crisis de Irak, había «intentado asustarnos hace algunos años diciendo que si no votábamos a favor de una guerra mal concebida, veríamos terroristas en las calles».[51]

El economista y bloguero Willem Buiter escribió en el *Financial Times* que parecía como si la propuesta de ley de Paulson «la hubiera redactado Dick Cheney en persona, el príncipe de la autoridad ejecutiva absoluta, sin controles ni contrapesos, sin rendición de cuentas ni recursos. Una administración que nos trajo las armas de destrucción masiva de Irak y los centros de tortura de Guantánamo y Abu Ghraib solo debería esperar risitas histéricas como respuesta a esta petición».[52] El cineasta izquierdista Michael Moore expresó su opinión en un incendiario correo electrónico que envió a sus numerosos seguidores titulado «Los ricos están organizando un golpe de Estado esta mañana». Como señalaba el periodista británico Paul Mason, la torpe propuesta de Paulson desencadenó una «sinergia accidental entre la oposición populista de derechas al rescate y las posturas más socialistas».[53] La historia demostraría que fue más que accidental.

En plena campaña para las elecciones presidenciales, era explosivo. El candidato demócrata Barack Obama no era el problema. Obama no solo estaba respaldado por un equipo económico contratado a través de Robert Rubin y el Proyecto Hamilton, sino que su entorno personal incluía a banqueros de UBS y Merrill Lynch.[54] El problema era John McCain. Si McCain se alineaba con los republicanos rebeldes, no solo pondría en peligro la legislación propuesta, también obligaría a la campaña presidencial demócrata a tomar una decisión tremendamente impopular. El

líder republicano de la Cámara de Representantes John Boehner no fue de ninguna ayuda. Una tercera parte de los congresistas republicanos se oponía tan firmemente por razones ideológicas a que se realizaran nuevos rescates, que no había ninguna esperanza de obtener su apoyo. Otra tercera parte se jugaba la reelección y no se podía arriesgar a ganarse la antipatía de sus bases. «Te pedían que eligieras entre la crisis financiera, por una parte, y la bancarrota de los contribuyentes y el camino hacia el socialismo, por otra, y te pedían que lo hicieras en 24 horas», les dijo a los periodistas el congresista Jeb Hensarling de Texas, presidente del conservador Republican Study Committee.[55] Figuras emergentes del ala derechista del Partido Republicano, como Paul Ryan de Wisconsin y Eric Cantor de Virginia, se unieron para oponerse a la «traición» de la administración Bush.

Con los republicanos profundamente divididos, el 24 de septiembre McCain suspendió su campaña y anunció que regresaba a Washington para tomar la iniciativa y «arreglar» la crisis. Esto causó pánico en el Tesoro y la Casa Blanca. Los mercados estaban nerviosos. Nadie sabía qué tenía en mente McCain. Lo que era seguro era que iba a agitar a las bases republicanas. Sorprendido por la noticia, Paulson pidió, hablando a gritos por su Motorola, que la Casa Blanca controlara a «su» candidato.[56] Bernanke estaba tan alarmado por la intensidad de las maniobras políticas, que pensó que sería mejor retirarse a la seguridad de la Fed. Al final tuvieron que intervenir el jefe de Gabinete de la Casa Blanca y varios donantes republicanos importantes, como Henry Kravis, el multimillonario del capital de inversión, el vicepresidente de J.P. Morgan James Lee y John Thain, de Merrill Lynch, para mantener a raya a McCain.[57] Esto cohibió a McCain, dividido entre las demandas del «sistema» y el sentimiento populista que estaba movilizando Palin. En la culminante reunión de los dos candidatos con la administración Bush el 25 de septiembre, convocada a petición de McCain, el candidato republicano no tenía nada que decir.[58]

El domingo 28 de septiembre parecía que Paulson y los congresistas demócratas habían llegado a un acuerdo. Paulson accedió a fijar límites máximos a las remuneraciones, a desembolsar gradualmente la ayuda del TARP, a establecer múltiples niveles de supervisión y se comprometió a que si los contribuyentes registraban pérdidas, los costes los cubriría un impuesto sobre el sector financiero. Para acelerar la aprobación del TARP, se añadió a la Resolución de la Cámara 3997, también conocida como la Defenders of Freedom Tax Relief Act, que otorgaba exenciones fiscales a

los miembros de las fuerzas armadas, los bomberos voluntarios y los miembros del Cuerpo de Paz. La mañana de la votación, el lunes 29 de septiembre, el presidente dio una conferencia de prensa en la que elogió el acuerdo alcanzado sobre la propuesta de ley de Paulson. Más tarde, ese mismo día, iba a recibir al acosado presidente ucraniano Yushchenko. Era el momento de demostrar que el líder del mundo libre seguía al mando. Los mercados necesitaban toda la ayuda posible. Las noticias que llegaban de Europa eran terribles. En Wall Street, los mercados estaban nerviosos. Todas las miradas estaban puestas en las pantallas a la espera de las noticias del Capitolio.

La escena en la Cámara de Representantes no era tranquilizadora. Tras una mañana de intervenciones polémicas, después del almuerzo comenzó la votación. En las pantallas de todo el mundo se podía ver el trajín de la democracia parlamentaria en acción. A la 1.49 de la tarde, cuando terminó el período de votación normal, hubo 228 votos en contra y 205 a favor. Los dirigentes de ambos partidos miraban al abismo. Para que los jefes de los grupos parlamentarios tuvieran la oportunidad de reunir a sus tropas, se amplió el plazo de votación y las cámaras de televisión mostraron cómo los «principales lugartenientes de ambos partidos cogían las listas de votos [...] se agrupaban en el foso y hacían incursiones inusuales al otro lado del pasillo, a lo que normalmente es territorio enemigo».[59] Cinco minutos más tarde ya estaba claro que no tenían los votos. El plazo terminó minutos antes de las 2.00 de la tarde y la propuesta de ley no fue aprobada. Resulta revelador que, de los 205 votos a favor del TARP de Hank Paulson, 140 provinieran de los demócratas y solo 65 de los republicanos. De los votos en contra, 133 eran de republicanos y 95 de demócratas.

Después de que la Fed y el Tesoro hubieran permitido caer a Lehman, los representantes electos de Estados Unidos se habían negado a apoyar el plan de rescate de emergencia de su propio gobierno. La reacción en los mercados fue de terror. El índice Dow Jones se desplomó 778 puntos y las empresas estadounidenses registraron una pérdida por valor de 1,2 billones de dólares en cuestión de horas. Fueron las mayores pérdidas jamás registradas, peores que las del 11 de septiembre, cuando el Dow Jones cayó 684 puntos.[60] El golpe a la confianza mundial fue devastador y provocó una aterradora sincronización de la crisis a ambos lados del Atlántico.

Mientras los estadounidenses trataban sin éxito de conseguir el primer acuerdo sobre el TARP, en Londres el Gobierno de Gordon Brown intentaba frenéticamente convencer al Banco Santander español para que comprara la red de sucursales de la firma hipotecaria Bradford & Bingley y sus depósitos por valor de 22.000 millones de libras. Eso dejaría al Tesoro británico con 41.000 millones en hipotecas que nadie quería tocar.[61] Cuando el Reino Unido había rescatado a Northern Rock un año antes, aún parecía que se podía tratar de un incidente aislado. Para entonces ya era evidente que estaba en juego todo el sistema financiero británico. Dependía fatalmente del mercado de financiación mayorista y este estaba cerrado.

El frágil sistema bancario del Reino Unido: exposición a hipotecas y fuentes de financiación (las cifran son el % de los activos/pasivos)

	Hipotecas	Depósitos	Mayorista	Acciones
Abbey National	53	34	21	1,7
Alliance & Leicester	55	45	52	3
Barclays	6	26	19	2,5
Bradford & Bingley	62	51	44	3,2
Halifax Bank of Scotland	37	38	36	3,6
HSBC	4	48	17	6,2
Lloyds TSB	28	42	27	3,4
Northern Rock	77	27	68	3,1
Royal Bank of Scotland	8	43	24	4,8
Standard Chartered	17	58	20	7,1
Promedio	**34,7**	**41,2**	**32,8**	**3,86**

Fuente: Tanju Yorulmazer, «Case Studies on Disruptions During the Crisis», *Economic Policy Review*, 20, n.º 1 (febrero de 2014). Disponible en SSRN: https://ssrn.com/abstract=2403923

El temor era que el pánico se extendiera de las entidades hipotecarias especializadas como Northern Rock a bancos más grandes como HBOS y de allí al banco comercial RBS, cuyo balance, al menos en teoría, había sido clasificado en fecha reciente como el mayor de cualquier banco del mundo. En el continente, el gigante belga, holandés y luxemburgués Fortis estaba a punto de cerrar. Su balance era comparable al de Lehman.[62] El Gobierno francés estaba intentando mantener con vida a la entidad crediticia franco-belga Dexia. Angela Merkel y su ministro de Hacienda,

Peer Steinbrück, mantenían desesperadas negociaciones sobre Hypo Real Estate, que estaba siendo arrastrado con Depfa, su arriesgada filial en Dublín.[63] Cada rescate incluyó una combinación de medidas: la amortización de las pérdidas, la recapitalización con dinero público, la garantía de los préstamos privados, los tratos con otros bancos y la liquidez de emergencia del banco central.

Los europeos iban apagando un incendio tras otro, banco a banco. Pero la noche del 29 de septiembre, con el fracaso del TARP agitando los mercados, Dublín se desmoronó.[64] Los tres principales bancos irlandeses, Anglo Irish Bank, el Banco de Irlanda y Allied Irish Bank, estaban al borde del colapso.[65] Los balances de los bancos registrados en Irlanda eran el 700 % del PIB del país. El Estado irlandés no disponía de los recursos para gestionar un pánico bancario general. Tras una aterradora noche de discusiones, a primera hora de la mañana del 30 de septiembre, el gobierno anunció que, por miedo a morir, se suicidaría. Cuando Europa vio las noticias de la mañana, se enteró de que el Gobierno irlandés nos solo estaba garantizando los depósitos, sino también todos los pasivos de seis grandes bancos irlandeses durante un período de dos años. No se había avisado a ningún otro gobierno con antelación; tampoco al BCE ni a los contribuyentes irlandeses.[66] Detuvo el pánico, pero Irlanda, con la mitad de población que la ciudad de Nueva York, tuvo que garantizar 440.000 millones de euros en pasivos bancarios. Las pérdidas registradas por los bancos llevarían a la quiebra al Estado irlandés. Se convertirían en el revelador vínculo que conectaba la crisis bancaria de 2008 con las crisis de la deuda soberana en la zona euro en 2010. Pero eso ocurriría en el futuro. El problema el 30 de septiembre era la repercusión inmediata en el resto del mundo. Si Irlanda estaba ofreciendo un refugio seguro, ¿se extendería el pánico al resto de Europa?

En vista de lo muy integrados que estaban los bancos irlandeses en el sistema financiero británico, la presión era más intensa en Londres. El Reino Unido se vio obligado de inmediato a aumentar el límite de su garantía de depósitos. Londres y París mantuvieron conversaciones urgentes, al igual que los holandeses. Los alemanes se mostraron menos dispuestos a cooperar. Cuando el Tesoro británico intentó comunicarse con Berlín para discutir una respuesta europea común, no pudo conseguir que el ministro alemán de Hacienda, Steinbrück, cogiera el teléfono. El ministro de Hacienda Darling se inquietó tanto, que resolvió llamar al Ministerio de

Asuntos Exteriores para averiguar si la embajada británica en Berlín podía contactar con el Gobierno alemán.[67] Y Berlín no solo se mostró esquivo. En los últimos días de septiembre, el Gobierno holandés, que se recuperaba de la experiencia de rescatar a Fortis, formuló una propuesta audaz.[68] Los Estados europeos debían establecer fondos de rescate de los bancos sobre una base común, cada uno por valor del 3% de PIB. En total, el fondo ascendería a 300.000 millones de euros. El Gobierno francés se mostró entusiasmado. Sarkozy invitó al G4 (Francia, Alemania, Italia y Reino Unido) a París para abordar la crisis. Antes de la reunión, la ministra francesa de Economía, Lagarde, habló con el diario económico alemán *Handelsblatt* sobre la necesidad de adoptar medidas conjuntas.[69] Tras las tensas negociaciones transnacionales para rescatar a Dexia y Fortis, estaba profundamente preocupada por la capacidad de los países pequeños para hacer frente a la crisis. «¿Qué ocurriría si un Estado pequeño de la Unión Europea tuviera que enfrentarse a una quiebra bancaria? —preguntó retóricamente—. Podría ser que el gobierno no dispusiera de los medios para salvar a la entidad en cuestión. Por eso se plantea la cuestión de una solución a escala europea.»[70] A los italianos les gustó la idea.[71] También al influyente presidente del Deutsche Bank, Josef Ackermann.[72] Europa necesitaba algo con un alcance similar a lo que Paulson pedía en Estados Unidos. De pronto, Berlín resucitó. Steinbrück anunció que no se debía hablar de rescates conjuntos. Merkel hizo saber que no acudiría a la cumbre de París si se la calificaba de una reunión de crisis. Como si quisiera comprometerse, la canciller concedió una entrevista al popular tabloide *Bild-Zeitung*, que no tardaría en hacerse famoso por su cobertura nacionalista de la crisis, y criticó los cheques en blanco a los banqueros.[73] Y Berlín podía contar con el respaldo de Fráncfort. Jean-Claude Trichet, del BCE, comentó a los periodistas que una solución europea común no era apropiada porque la zona euro no era una unión fiscal. Asimismo, Jean-Claude Juncker, el primer ministro de Luxemburgo y presidente durante años del Eurogrupo, dijo a una radio alemana: «No veo ninguna razón para que debamos organizar en Europa un programa como el estadounidense». La crisis provenía de Estados Unidos. Allí era más profunda. Europa podía salir adelante gracias a soluciones nacionales.

Sarkozy dio marcha atrás y salvó las apariencias atribuyendo la idea a una iniciativa personal de Lagarde no autorizada. Pero los franceses y los holandeses tenían razón. Al cabo de doce meses, el escenario que Lagarde

había descrito en *Handelsblatt* acecharía a la zona euro. Los bancos paralizados y los prestatarios gubernamentales en dificultades se arrastraron mutuamente. Pero por muy proféticos que pudieran haber sido los franceses, no se podía hacer nada sin Berlín. El 4 de octubre, Sarkozy, Merkel, Brown y Berlusconi se reunieron en París. Los resultados fueron decepcionantes. Gordon Brown se marchó impresionado de que los europeos creyeran que la crisis era un problema estadounidense.[74] Como señaló un funcionario británico desilusionado, los europeos «no lo vieron venir. No entendían la economía. No entendían cómo podía funcionar la acción colectiva».[75] Sarkozy comentó con resignación: «Si no podemos pergeñar una solución europea, será una debacle [...] Pero no será mi debacle; será la de Angela. ¿Saben lo que me dijo? "*Chacun sa merde*!" ("¡A cada uno, su mierda!")». Según la versión alemana, el lenguaje de la canciller había sido menos vulgar. «Merkel había citado un proverbio tomado de [...] Johann Wolfgang Goethe: "*Ein jeder kehre vor seiner Tür, und rein ist jedes Stadtquartier*" ("Si cada uno barre la puerta de su casa, todos los barrios de la ciudad estarán limpios")».[76]

¿Por qué los alemanes se mostraban tan reacios? Al fin y al cabo, Alemania también tenía su cuota de bancos con problemas que se podrían haber beneficiado de un fondo común. La cruda realidad era que los contribuyentes alemanes no querían pagar los rescates de otros, de dentro o de fuera de Alemania. En un sentido amplio, para Merkel la cuestión de las soluciones nacionales frente a las federales no solo era un asunto de euros y céntimos. Desde de 2005 había estado trabajando duro entre las ruinas del fallido intento por parte de Europa de dotarse de una Constitución. El tratado de Lisboa, que consagraba el gran repliegue a una visión de la UE basada en el Estado nación, se firmó en diciembre de 2007. En junio de 2008 sufrió un duro revés al ser rechazado en un referéndum en Irlanda. Cuando sobrevino la crisis financiera, el marco de Lisboa estaba siendo sometido a una intervención de urgencia. Había una causa pendiente en el Tribunal Constitucional alemán. Con el marco político básico de la UE en proceso de cambio, Berlín no iba a apoyar una enorme ampliación de las competencias de la Comisión Europea para permitir un rescate bancario.[77] Cualquiera que fuera la solución, se basaría en un acuerdo intergubernamental, no en una ampliación de las competencias federales.

Lo máximo que se pudo acordar en la cumbre del 4 de octubre fue una declaración que abogaba por medidas coordinadas y recriminaba a Irlanda

su acción unilateral de la semana anterior. Todavía más sorprendente fue lo que sucedió a continuación. Mientras los jefes de gobierno europeos regresaban a sus países desde París, se conoció la noticia de que el rescate de Hypo Real Estate había fracasado. La situación de Depfa era peor de lo que se había pensado. Un equipo de expertos enviado por el Deutsche Bank a Dublín había descubierto que Hypo tenía que inyectar 50.000 millones de euros, no 35.000 millones, para cubrir las necesidades de Depfa. Los bancos que Merkel y Steinbrück habían conseguido que colaboraran en el rescate para apoyar a Hypo se echaron atrás de inmediato. Como dijo posteriormente un banquero alemán durante la investigación que llevó a cabo el Bundestag, si la quiebra de Lehman había sido un tsunami, la bancarrota de Hypo Real Estate habría sido el Armagedón para la economía alemana. Axel Weber, el presidente del Bundesbank, habló de un accidente nuclear (*Kernschmelze*). El regulador bancario alemán Jochen Sanio evocó con cierto melodramatismo *Apocalypse Now*.[78] Lo que de verdad preocupaba a Berlín eran los rumores de que los ahorradores alemanes estaban aterrados. Cuando las retiradas de efectivo se dispararon, el Bundesbank registró una demanda sin precedentes de billetes de euro de gran valor. Aún no habían transcurrido veinticuatro horas desde su regreso de París cuando Merkel decidió repentinamente que debía hacer una declaración. Steinbrück hizo cuanto pudo para convencerla de que no la hiciera sola.[79] La tarde del domingo 5 de octubre, Merkel y Steinbrück se pusieron delante de las cámaras de televisión. No tenían un mandato legislativo del Bundestag y fueron intencionadamente ambiguos acerca de los detalles. Sin embargo, los líderes de los dos partidos que gobernaban Alemania desde 1949 declararon juntos que todos los depósitos de ahorro estaban a salvo.

La declaración estaba dirigida a una audiencia alemana, pero tuvo repercusiones mucho más amplias. Alemania no era Irlanda. Incluso según la definición más restrictiva, Merkel y Steinbrück habían ofrecido una garantía del orden de al menos 1 billón de euros. ¿Se estaba preparando Alemania para sacar partido de un pánico bancario mundial? Berlín no había avisado con antelación ni a Londres ni a Washington. Unas horas después de la comparecencia de Merkel y Steinbrück, el primer ministro Brown convocó una reunión de urgencia en Downing Street para estudiar la respuesta de Londres. Las autoridades alemanas «intentaron desesperadamente contactar con los alemanes», pero, una vez más, Berlín

no contestaba el teléfono.[80] Al no existir una política europea clara, los países más pequeños con bancos grandes, como Dinamarca, se vieron obligados a tomar decisiones unilaterales y a extender sus propias garantías. En Washington, el equipo de Paulson también intentaba averiguar qué tenía Merkel en mente. ¿Era una «garantía moral» o el tipo de obligación vinculante por un período de dos años que había contraído Irlanda? Daba la impresión de que las autoridades estadounidenses estaban perdiendo el control de la situación. «[E]sto va a ir muy rápido y va a obligarnos a hacer cosas que tal vez queramos hacer o tal vez no», le dijo Paulson a su personal.[81] Si Alemania consideraba necesario ofrecer una garantía, ¿dónde estaba la garantía de Estados Unidos? El lunes 6 de octubre, los mercados bursátiles perdieron 2 billones de dólares. Los ministros de Economía del mundo se encontraban en Washington para asistir a las reuniones de otoño del FMI y el Banco Mundial, y los estadounidenses decidieron convocar un encuentro improvisado con los ministros de Economía del G7 y el G20 en el Tesoro estadounidense los días 10 y 11 de octubre.

Era tranquilizador que el Tesoro hubiera comprendido que era necesaria la coordinación. Pero, en una crisis financiera, una semana era mucho tiempo y Londres no podía esperar. El Gobierno de Gordon Brown se enfrentaba a la quiebra de dos gigantes bancarios: HBOS y RBS. Lloyds ya había accedido a comprar HBOS el 18 de septiembre, pero la entidad hipotecaria con problemas estaba perdiendo el acceso a los mercados de financiación mayorista.[82] Su calificación crediticia estaba empeorando y, cuando cundió el pánico, tanto individuos como empresas retiraron 30.000 millones de libras. Si quebraba antes de que se completara la adquisición, sería una catástrofe que superaría a la de Northern Rock.[83] Dado su tamaño, RBS era aún más peligroso. Desde el 26 de septiembre, equipos distintos en el Tesoro británico y en Downing Street habían estado elaborando un plan de rescate. Para coordinar la respuesta contra la crisis, el 3 de octubre Brown anunció la creación de un Consejo Económico Nacional (NEC, por sus siglas en inglés). *The Daily Telegraph* lo calificó de inmediato de «Gabinete de guerra económica», una idea alentada por el hecho de que se reunía en una sala de conferencias subterránea y de máxima seguridad reservada para el comité de respuesta de emergencia COBRA del gobierno.[84] Pese al entorno incómodo y ominoso, las reuniones fueron productivas. Mientras que el programa TARP de Paulson se basaba en la idea de comprar activos malos, Londres combinó dos ideas: garantías y

recapitalización. Al igual que Irlanda y Alemania, Londres ofrecería garantías. El Banco de Inglaterra y el Tesoro garantizarían la deuda emitida por los bancos. Pero estas garantías estarían condicionadas a la recapitalización mediante la inversión bursátil o con fondos públicos. Los detalles se elaboraron en frenéticas reuniones celebradas en Whitehall y se sometieron a prueba en grupos focales de banqueros de inversiones que se comprometieron a guardar el secreto. La mañana del 7 de octubre, mientras el ministro de Hacienda Darling mantenía una conferencia con los ministros de Economía de Europa para intentar elaborar una política consensuada sobre la garantía de depósitos, el precio de las acciones de RBS se desplomó y hubo que suspender las operaciones. El banco que se había promocionado como el mayor del mundo en fecha tan reciente como la primavera de 2008 podía quebrar en cuestión de horas.[85]

El paquete de rescate bancario del Reino Unido puesto en marcha el 8 de octubre de 2008, tras una noche de negociaciones al límite con los bancos más importantes, fue una consumada obra de teatro político. En comparación con los problemas de Paulson con el Congreso, Brown y Darling tenían la enorme ventaja de que contaban con una sólida mayoría en la Cámara de los Comunes. Aunque la posición de Brown como líder del Partido Laborista distaba de ser segura, no tenía que temer un motín parlamentario como el que afrontó el presidente Bush. En total, los compromisos del Tesoro británico y el Banco de Inglaterra igualaban o incluso superaban a los del TARP. Si se tiene en cuenta el tamaño mucho menor de la economía británica, eran mucho mayores.

El plan británico constaba de tres partes:

1. Se exigía a los ocho bancos más importantes del Reino Unido que elaboraran planes de recapitalización. Les correspondería a ellosdecidir si recurrían a un fondo del Estado de 50.000 millones delibras (unos 75.000-85.000 millones de dólares) o captaban recursos en privado.
2. Se utilizarían 250.000 millones de libras (374.000-420.000 millones de dólares) para garantizar las nuevas emisiones de deuda de bancos participantes.
3. Una ampliación de 200.000 millones de libras (300.000-350.000 millones de dólares) del Plan Especial de Liquidez del Banco de Inglaterra permitiría a los bancos cambiar bonos de titulización de activos por títulos del Tesoro.

El asunto que había mantenido a los banqueros y los funcionarios del Tesoro despiertos toda la noche era si se debía imponer la recapitalización de 50.000 millones de libras de golpe o si esto podía asustar a los mercados. ¿Sería preferible proceder por etapas? Paradójicamente, los bancos con problemas se opusieron hasta el final. Ninguno de ellos quería acabar bajo tutela estatal. Pese a estar al borde de la quiebra, seguían buscando cualquier margen de ventaja que pudieran conseguir. Al final, se inyectaron 15.000 millones de libras de fondos públicos a RBS (un 57,9 %) y 13.000 millones de libras a Lloyds TSB-HBOS (un 43,4 %).[86] Barclays y HSBC, los bancos más fuertes de Gran Bretaña, se excluyeron ostentosamente de los planes. No aceptaron ni el capital ni las garantías. El Gobierno británico nunca llegó a tener la autoridad para imponer una recapitalización a ninguno de ellos ni tampoco lo intentó. HSBC, con su amplia base en Asia, era lo suficientemente fuerte como para captar fondos a través de los mercados. Barclays recurrió a un acuerdo muy irregular con un fondo soberano del Golfo al que prestó los fondos para recapitalizarse, una transacción por la que tendría que pagar posteriormente una multa elevada y por la que su dirección se enfrentaría a cargos penales.[87]

Teniendo en cuenta la debacle del TARP y el desastre en Europa, el plan de Gordon Brown parecía un avance importante. Desde Nueva York, Paul Krugman se deshizo en elogios del gobierno laborista británico. Los socialdemócratas británicos habían descubierto cómo salvar al capitalismo financiero.[88] Es cierto que ayudó que el gobierno laborista fuera menos reacio a la nacionalización que Hank Paulson. Se podría decir menos caritativamente que desde los años noventa, el Nuevo Laborismo, al igual que los demócratas estadounidenses, habían establecido una entusiasta colaboración con la City de Londres, por lo que no era ninguna coincidencia que fueran los laboristas en Gran Bretaña y los demócratas en Estados Unidos quienes dedicaran tanta energía a luchar para solucionar la crisis bancaria. Era un monstruo que habían ayudado a crear. En cualquier caso, en vista de la enorme carga que iban a tener que soportar los contribuyentes británicos para ayudar a HBOS y RBS, era difícil ver que hubiera alguna alternativa a la nacionalización.

La reacción de los inversores no fue tan entusiasta como la de los expertos. Cuando los ministros de Economía del G7 se reunieron el viernes 10 de octubre, los mercados mundiales se encontraban en estado de pánico. Esa tarde, en la famosa Sala de Tesorería, revestida de paneles de madera,

del Tesoro estadounidense, el ambiente no era nada amigable. El ministro italiano de Economía Giulio Tremonti y Shōichi Nakagawa, de Japón, recalcaron el daño que había causado la decisión estadounidense de dejar caer a Lehman. Steinbrück repitió su frase sobre el fin del capitalismo anglo-estadounidense.[89] Jean-Claude Trichet hizo un poco de teatro y repartió un único gráfico que mostraba el aumento del diferencial Libor-OIS desde la quiebra de Lehman. Era un indicador de las presiones de financiación a las que estaban sometidos los bancos europeos. Los estadounidenses, secundados por Mervyn King del Banco de Inglaterra, mantuvieron la calma e insistieron en que, aunque Lehman podía ser la causa inmediata, no era la fuente fundamental de todos los problemas del mundo. Para dar un giro más positivo a la discusión propusieron un plan con cinco puntos:

1. No habría más quiebras de instituciones financieras importantes desde el punto de vista sistémico.
2. Habría medidas para ayudar a la recapitalización.
3. Trabajarían para desbloquear la liquidez en los mercados interbancarios.
4. Proporcionarían garantías de depósitos adecuadas.
5. Reconstruirían los mercados para los activos titulizados.

Como regalo sorpresa para los ministros de Economía, el presidente Bush hizo una aparición inesperada para añadir cierto encanto a las conversaciones. Por desgracia, los comentarios de Bush no estuvieron bien calculados para tranquilizar a sus invitados. «No necesitan preocuparse. Hank maneja esto. Va a congelar esa liquidez», les dijo.[90] En vista de que el TARP aún seguía en el limbo y que congelar liquidez era lo último que se necesitaba, difícilmente pudo ser reconfortante.

De vuelta en Europa tres días más tarde, los acuerdos de Washington marcaron el tono de una reunión de los jefes de gobierno de la zona euro en París. Sarkozy era el anfitrión, pero el papel protagonista correspondía a Gordon Brown. Aunque el Reino Unido no era miembro de la eurozona, la City de Londres era la capital financiera de Europa y el plan de rescate del sector bancario británico se consideraba el modelo. En el plano político, Sarkozy esperaba aprovechar la influencia de Brown para inducir a los alemanes a mantener una actitud más cooperativa.[91] Aunque lo que surgió

de la reunión del 12 de octubre fue una enorme cifra agregada para garantías bancarias, la cantidad era inferior a la del plan europeo. No hubo un acuerdo sobre una respuesta europea común. La Comisión Europea otorgó una licencia permisiva a los Estados miembros para emitir garantías de deuda siempre que se extendieran a todos los bancos del país, tanto nacionales como extranjeros. No debía haber discriminación. Mientras durara la crisis, los Estados europeos tenían libertad para inyectar capital a los bancos. La UE actuaría como un organismo de control y trataría de minimizar los daños causados al mercado común europeo, pero no sería la responsable de combatir la crisis. En total, la Comisión revisaría y aprobaría veinte planes de garantía de la deuda bancaria y quince planes de recapitalización.[92] Además, recibió solicitudes para apoyar a bancos concretos, cuarenta y cuatro solo de Alemania, aunque se examinarían caso por caso y país a país. El veto de Merkel era decisivo. Pasarían tres largos años antes de que un rescate común europeo volviera a estar en el orden del día.

El lunes 13 de octubre de 2008, el Reino Unido nacionalizó LloydsHBOS y RBS. Ese mismo día, Alemania anunció una aportación de 400.000 millones de euros en garantías y 100.000 millones de euros para recapitalizaciones. Francia garantizó 320.000 millones de euros en deudas bancarias a medio plazo y creó un fondo de capitalización de 40.000 millones de euros. Italia presupuestó 40.000 millones de euros para la capitalización y «cuanto fuera necesario» en garantías. En los Países Bajos las garantías ascendían a 200.000 millones de euros. España y Austria pusieron 100.000 millones de euros cada una.[93] En proporción al PIB, el programa más cuantioso fue el de Irlanda. Pero Bélgica y los Países Bajos también contrajeron enormes compromisos.

Los programas nacionales de Europa estaban determinados por circunstancias de los bancos y la política local. Los grandes bancos de Francia se hallaban en una situación relativamente buena. Société Générale tuvo la suerte de que el llamado «escándalo Kerviel», relacionado con 50.000 millones de euros en posiciones no autorizadas y pérdidas de casi 5.000 millones de euros, se calmara en enero de 2008, en lugar de seis meses más tarde, en plena crisis.[94] Société Générale consiguió recapitalizarse y evitar una absorción, que podría haber terminado tan mal como los demás matrimonios forzosos de la época. Además, el banco francés, que actuaba como un estrecho colaborador de Goldman Sachs, se

vio especialmente beneficiado por las generosas condiciones del rescate de AIG. Pero aunque los demás grandes bancos franceses fueran robustos, en el otoño de 2008 ninguno se libró de la pérdida de confianza. El 16 de octubre aprobó por la vía rápida un programa de recapitalización y refinanciación de emergencia en el Parlamento francés. La urgencia era algo común. Lo que fue diferente en Francia fue la respuesta del sector privado. Todos los grandes bancos, con BNP Paribas a la cabeza, aceptaron recibir capital de la Société de Prise de Participation de l'État (SPPE). Le seguiría un segundo tramo en enero de 2009. Una vez más, todos los bancos aceptaron el capital. Aún más inusual fue el sistema de refinanciación dirigido por la Société de Financement de l'Économie Française (SFEF). Este organismo estaba legalmente facultado para emitir bonos garantizados por el Estado en nombre de bancos hasta un total de 265.000 millones de euros, pero el 66% de las acciones las suscribieron los seis bancos franceses más importantes. Incluso HSBC France firmó. Era una creación elegante. Como el Estado francés solo tenía una participación minoritaria, el pasivo de la SFEF no se contabilizaba como deuda pública francesa. Al mismo tiempo, gracias a un acuerdo especial con los reguladores bancarios de la SFEF, no se exigía cumplir los requisitos de capital de Basilea II. Se trataba de un mecanismo eficaz para restablecer la confianza, posibilitado tanto por la relativa falta de presión sobre los grandes bancos franceses como por la estrecha colaboración entre la élite francesa, extraordinariamente unida.[95] Aunque funcionan de manera muy diferente, las empresas y el gobierno están tan interconectados en París como en Nueva York y Washington D. C., lo que permite que suceda algo insólito en condiciones de competencia de mercado: un acuerdo no forzado sobre medidas colectivas.

En cuanto a escala, solo el programa de Alemania era equiparable al de Gran Bretaña. El 17 de octubre se tramitó en el Bundestag la legislación para establecer el Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung.[96] Pero, al igual que en Gran Bretaña, cualquier posibilidad de lograr una solución general se vio malograda por el poder del actor dominante. Con el Landesbanken regional en problemas y Commerzbank lidiando con la desacertada adquisición de Dresdner, el Deutsche Bank vio la oportunidad de distanciarse del resto. En un debate interno, que era evidente que se pretendía que se filtrara, el presidente Josef Ackermann estigmatizó el paquete nacional de rescates. Dejó saber que le avergonzaría ver a su banco pedir ayuda a Berlín. Como haría Barclays en el Reino Unido, el Deutsche

prefería confiar en trucos contables e inversiones de fondos soberanos del Golfo para superar la crisis. Posteriormente también se enfrentaría a acciones judiciales por su improvisada gestión de la crisis, pero en Estados Unidos, no en Alemania.[97] Mientras tanto, Steinbrück estaba furioso. Dijo que Ackermann había allanado el camino «hacia una sociedad con dos clases en el sector bancario: los que no necesitan ayuda y los que corren el riesgo de relegación. Es peligroso porque los mercados reaccionan».[98] Era el mismo problema que en ese momento preocupaba a Washington.

V

Tras el revés en el Congreso el 29 de septiembre, la única opción que quedaba era que el Tesoro intentara por segunda vez que la legislación del TARP entrara en vigor. Para conseguir que se aprobara, Paulson renunció a su petición de un cheque en blanco. Los 700.000 millones de dólares de fondos para los rescates se dividieron en tres tramos, un primero de 250.000 millones, un segundo de 100.000 millones y 350.000 millones supeditados a la solicitud presidencial y la aprobación del Congreso. La ayuda a los bancos se compensaría con exenciones fiscales para la clase media y ayuda a los propietarios de viviendas. El apartado 109 de la ley facultaba específicamente al secretario del Tesoro para «facilitar modificaciones de los préstamos a fin de impedir embargos evitables».[99] En lugar de inmunidad para el secretario del Tesoro, la ley preveía múltiples niveles superpuestos de supervisión. El 3 de octubre, el TARP fue promulgado como ley con el 74 % de los votos de los demócratas de la Cámara, pero solo el 46 % de los de los republicanos.

En la primera semana de octubre, mientras los acontecimientos en los mercados estadounidenses y en Europa se sucedían a un ritmo acelerado, era evidente que el TARP, tal como se había concebido en un principio, no iba a funcionar. El Tesoro se enfrentaba a la inviabilidad de crear un mercado para activos dudosos por valor de centenares de miles de millones de dólares en un momento de pánico en los mercados. O pagaba en exceso y sacrificaba los intereses de los contribuyentes o negociaba con firmeza y corría el riesgo de arruinar a los bancos que trataba de ayudar. Entre tanto, los británicos habían inclinado el debate hacia la recapitalización. En lugar de comprar activos malos o garantizar más préstamos de los bancos, el gobierno debía inyectar capital social. Tras haber obtenido los fondos del

Congreso para la compra de activos, el TARP se reconvirtió en un vehículo para inyectar capital. Al mismo tiempo, los acontecimientos en Irlanda, Alemania y Reino Unido habían cambiado la conversación sobre las garantías de depósito. Según Paulson, el riesgo de un cambio en los fondos transferidos desde Estados Unidos a Europa fue lo que hizo que él y Bernanke acudieran a la FDIC y pidieran a su presidenta, Sheila Bair, que ofreciera garantías aún más globales.[100]

El nuevo paquete lo acordaron entre el Tesoro, la Fed y la FDIC durante el fin de semana del 11 al 12 de octubre, a la sombra de las reuniones del G7/ G20. Fue presentado a los atónitos presidentes de los nueve bancos más importantes de Estados Unidos la tarde del lunes 13 de octubre, justo cuando los europeos estaban poniendo en marcha sus garantías.[101] Fue una oferta de todo o nada. Los nueve grandes bancos tendrían que aceptar capital del gobierno en participaciones fijadas por el presidente de la Fed de Nueva York, Tim Geithner. Las participaciones serían preferentes. Los dividendos garantizados que exigía la administración federal eran bajos, pero aumentarían al cabo de cinco años para incentivar a los bancos a reembolsarlos anticipadamente. A cambio de aceptar la inyección de capital, los bancos se beneficiarían de una garantía de la FDIC sobre todas las cuentas corrientes empresariales y una garantía sobre cualquier deuda nueva emitida hasta el verano de 2009, hasta un total del 125% de la deuda que venciera a finales de ese año. Ambas estaban vinculadas. No habría garantías de la FDIC sin la inyección de capital del gobierno. Como era típico en él, Ben Bernanke intentó calmar los nervios en la sala pidiendo a todos que consideraran sus intereses comunes. Estaban juntos en esto. «No entiendo por qué esto tiene que ser conflictivo», dijo en un tono conciliador.[102] Los banqueros lo miraron con incredulidad. La base del capitalismo financiero estadounidense estaba a punto de ser parcialmente nacionalizada.

Más allá de la conmoción general, las reacciones se redujeron a la lógica empresarial. Para los más débiles del grupo, era un buen trato y así lo expresó Vikram Pandit, de Citigroup. En vista de la situación de su balance, no podía permitirse ser quisquilloso. Como dijo abruptamente: «Es capital barato». Y realmente lo era. El rendimiento de los bonos de Citigroup ese día era del 22 %. Paulson pedía un 5 %.[103] Un banco en mejor situación, como J. P. Morgan, podría haber sobrevivido sin los fondos del TARP. Pero Dimon entendió la lógica del sistema y fue uno de los primeros en firmar,

aunque puso como condición que lo hiciera el resto del grupo. Fue el banco californiano Wells Fargo el que obligó a la parte del gobierno a mostrar sus cartas. Cuando Wells se opuso al rescate de los bancos de Nueva York, Paulson señaló fríamente que Wells Fargo estaba sentado enfrente del regulador. Si no aceptaban el capital ofrecido esa tarde, a la mañana siguiente se notificaría al banco que estaba subcapitalizado y se vería excluido de los mercados de capital. Cuando acudiera a Paulson en busca de ayuda, las condiciones serían menos atractivas que las ofrecidas esa tarde. A continuación se dio permiso a los presidentes para que se retiraran y llamaran a sus juntas directivas. Al cabo de unas horas, todos habían accedido. En virtud del Capital Purchase Program, los nueve bancos más importantes de Estados Unidos aceptaron 125.000 millones de dólares en acciones preferentes del gobierno.

En comparación con el esfuerzo menos global en Europa, la recapitalización estadounidense resultaría impresionante. Y esta opinión se vio corroborada *a posteriori*. Los bancos estadounidenses se recuperaron de la crisis con más rapidez y de manera más amplia que sus homólogos europeos. Según parece, fue en la reunión del 13 de octubre de 2008 donde comenzó la gran divergencia transatlántica.[104] Los partidarios de las fuertes prerrogativas del poder ejecutivo celebrarían más tarde estas medidas como una afirmación esencial de la autoridad soberana. Como había ocurrido después del 11 de septiembre, el Estado estadounidense había declarado el estado de excepción y había estado a la altura de las circunstancias.[105] Pero por muy reconfortante que pueda ser invocar el poder soberano en momentos de gran incertidumbre, se trata de una mistificación de lo que sucedió en septiembre y octubre de 2008. El camino desde Lehman hasta el TARP tuvo menos que ver con el resurgimiento de un Estado soberano ante una crisis que con una lucha de poder disfuncional en el seno de la red social y política que conectaba a Washington D. C. con Wall Street y el sistema financiero europeo. En septiembre, las consideraciones políticas y comerciales habían impedido un acuerdo para salvar a Lehman. Hizo falta un mes de pánico, confusión política y turbulencias financieras sin precedentes para llegar al punto, a mediados de octubre, en que los barones de Wall Street escucharan a Paulson golpear con el puño en la mesa y declarar que todos debían tomar el dinero del Tesoro. Incluso entonces, el poder ejecutivo tuvo la potestad para hacerlo gracias en gran medida a que J. P. Morgan respaldó la propuesta del Tesoro. Si esto era un acto de

soberanía, ¿de soberanía de quién? ¿Del Estado estadounidense o del «nuevo Wall Street», la red personificada por hombres como Paulson y Geithner que vincularon el Tesoro y la Fed con el sector financiero globalizado de Estados Unidos?[106]

El acto de poder del Tesoro habría sido más impresionante si las condiciones de la inyección de capital hubieran sido onerosas. Pero ocurrió lo contrario. Vikram Pandit tenía razón. El capital que el Tesoro estaba «imponiendo» a los bancos era barato en todos los sentidos. Según lo ha descrito Phillip Swagel, subsecretario de política económica en el Tesoro y uno de los principales artífices del rescate de Paulson: «[P]ara garantizar que la inyección de capital fuera aceptada ampliamente y con rapidez, las condiciones tenían que ser atractivas, no punitivas [...] [T]enían que ser lo contrario de los "Sopranos" o el "Padrino", no un intento de intimidar a los bancos, sino un trato tan atractivo, que sería insensato que los bancos lo rechazaran».[107] El Tesoro distaba mucho de ser un accionista difícil. Tras declararse un «accionista reacio», el Gobierno estadounidense se abstuvo de reclamar el derecho a voto.[108] Mientras que en el Reino Unido y Alemania la nacionalización de Lloyds-HBOS, RBS, Hypo y Commerzbank se asemejó a una reestructuración de las bancarrotas y provocó cambios a gran escala en la gestión, el enfoque más global de Estados Unidos fue necesariamente flexible.[109] Para que un banco sólido como J. P. Morgan participara en el plan junto con un banco con problemas como Citigroup, las condiciones no podían ser demasiado onerosas. A los participantes en el TARP se les permitió seguir pagando dividendos. El dividendo a pagar sobre el capital inyectado por el TARP no superaba el 5 %, la mitad de lo que Goldman Sachs pagó a Warren Buffett cuando este lo «rescató». El objetivo del Tesoro era convencer a todos los bancos para que participaran en masa a fin de garantizar que la ayuda estatal no se viera como una señal de debilidad que atrajera la atención de vendedores a corto plazo. Como anunció Steinbrück en su furiosa respuesta al Deutsche Bank, en un momento de crisis, para defender el sistema era necesario tratar a todos como si fueran bancos sanos y que los más sanos estuvieran dispuestos a seguir la corriente. Tenían que comprender que, en caso de una crisis realmente global, su preciado margen de superioridad no los salvaría del desastre.

El resultado de la intervención «soberana» del Tesoro fue la concesión de una ingente subvención a los bancos, lo que incrementó el valor de sus

negocios quizá hasta en 131.000 millones de dólares.[110] Los mayores beneficiarios fueron los bancos de inversión frágiles y el coloso en expansión Citigroup. Citigroup recibió 25.000 millones del Tesoro a cambio de títulos valorados en 15.500 millones que pronto valdrían mucho menos. En cambio, Wells Fargo, ampliamente considerado uno de los operadores más fuertes del sector bancario, entregó títulos valorados en unos 23.200 a cambio de los 25.000 millones de dólares de capital del gobierno.[111] J. P. Morgan no necesitaba el dinero y al aceptar respaldar las iniciativas del gobierno para frenar el pánico, Dimon dejó pasar la oportunidad de seguir aprovechándose de sus competidores más débiles. A los detractores del rescate, como Sheila Bair de la FDIC, les parecía que todo el proceso era una cortina de humo para ocultar un rescate de Citigroup.[112] La red de la época de Clinton seguía funcionando. Citi no solo era demasiado grande para caer, también estaba demasiado bien conectado. Independientemente de lo que se piense de esta interpretación, es innegable que, en cuanto se hubo disipado el pánico extremo de octubre, se esfumó el pretexto del trato igualitario.

La estabilización de octubre no fue suficiente para Citigroup. En noviembre comunicó enormes pérdidas y anunció 52.000 despidos. El viernes 21 de noviembre de 2008, la valoración de mercado de Citi era de 20.500 millones de dólares frente a 250.000 millones en 2006. Cuando el miedo se empezó a propagar, comenzó el principio del fin. Citi estaba perdiendo acceso a los mercados de repos. El final parecía inminente. Dado el inmenso tamaño de Citi y su implicación en los mercados mundiales, las consecuencias eran inimaginables. Tras una serie de negociaciones urgentes que culminaron en el «fin de semana de Citi», el 22 y 23 de noviembre, se logró otro acuerdo precario. Una segunda inyección de capital de 20.000 millones de dólares reforzó el balance de Citi mientras el llamado plan de protección contra pérdidas respaldaba activos tóxicos por valor de 306.000 millones. A cambio, el gobierno obtuvo 7.000 millones en acciones preferentes con un dividendo del 8 %.[113] Bank of America también tenía dificultades y eso ponía en peligro a Merrill Lynch. A medida que avanzaba la adquisición, la magnitud de las pérdidas hipotecarias de Merrill era cada vez más evidente y el presidente Ken Lewis y su equipo del Bank of America estaban desesperados por retirarse del acuerdo que había salvado al banco de inversiones el 14 de septiembre. Nadie quería volver a pasar por el fin de semana de la caída de Lehman. Ken Lewis, muy presionado por

Paulson y Bernanke, continuó con el acuerdo, ocultando información crucial a los accionistas de Bank of America, pero aceptando otros 20.000 millones de capital del gobierno y un «acuerdo de protección contra pérdidas» sobre 118.000 millones de activos problemáticos de Merrill.[114]

Todavía no se había contenido la crisis financiera, pero, al menos en el plano político, Wall Street recuperó la confianza. El 4 de noviembre Barack Obama fue elegido presidente y los demócratas consolidaron su control de la Cámara de Representantes y el Senado. Los progresistas estadounidenses celebraron una victoria histórica. Obama parecía casi una figura mesiánica y no solo ocupó la Casa Blanca. Contaba con la mayoría necesaria en el Congreso para cambiar realmente Estados Unidos. Y, en un extraordinario giro histórico, la elección del primer presidente afroamericano, que concurría por el Partido Demócrata, fue también una buena noticia para Wall Street. Fueron Obama y los demócratas quienes habían brindado a la administración Bush el respaldo político que necesitaba para adoptar las medidas extraordinarias para combatir la crisis en 2008. Y era evidente que su intención era seguir en esa línea. El 23 de noviembre, el mismo día en que el Tesoro anunció la última ronda de ayudas a Citi, el equipo de Obama anunció el nombramiento del secretario del Tesoro. Los rumores habían circulado durante semanas. Rubin figuraba en la breve lista, lo que no sorprende en vista de su antigua relación con Obama, al igual que Larry Summers, el coartífice de la desregulación de la época de Clinton. Paul Volcker, el predecesor de Greenspan como presidente de la Fed, paladín de la desinflación en tiempos de Carter y Reagan, era el favorito de Obama, pero era demasiado mayor. Los demás eran demasiado tóxicos políticamente. El elegido para el Tesoro no fue otro que el ambicioso presidente de la Fed de Nueva York, Tim Geithner, un protegido de Summers y Rubin. Summers fue nombrado presidente del Consejo Económico Nacional mientras esperaba sustituir a Bernanke como presidente de la Fed. Rubin sería la eminencia gris entre bastidores (a Rubin le gustaba definirlo como un papel de «Harry Hopkins») mientras otro de sus protegidos y socios en el Proyecto Hamilton, Peter Orszag, fue nombrado jefe de la Oficina de Administración y Presupuesto. Michael Froman, el ex jefe de Gabinete de Rubin en el Tesoro, pasó a ser miembro del equipo de transición. Froman seguía cobrando un salario de Citigroup al ser el jefe de la estrategia de mercados emergentes mientras trabajaba en la campaña de Obama.[115] En 2009, se incorporó a la administración Obama

como asesor adjunto del presidente y viceasesor de seguridad nacional para asuntos económicos internacionales. La única persona del equipo económico de Obama que no pertenecía a las redes de los «old boys» de la época de Clinton era Christina Romer, una economista «neokeynesiana» de Berkeley y una conocida experta en la historia de la Gran Depresión, que fue nombrada presidenta del Consejo de Asesores Económicos.[116] Al mercado le gustó la noticia. Como señaló un asesor de inversiones, «Geithner asegura una transición suave entre la administración Bush y la de Obama, porque ya está cogestionando lo que sucede ahora».[117]

En realidad, hablar de una transición de la administración Bush a la administración Obama es exagerar la ruptura. El relevo ya se había producido mucho antes del 4 de noviembre. El partido político que había demostrado su disposición a movilizar todos los recursos del Gobierno estadounidense para luchar contra la crisis financiera fue el Partido Demócrata. Los republicanos no fueron tanto un socio en la gestión de la crisis como un síntoma de la misma. A lo largo de la crisis, el Partido Republicano demostró ser, más que un partido del gobierno, un vehículo político a través de cual los estadounidenses blancos conservadores expresaron su alarma ante los temblores que sacudían su mundo.

Capítulo 8
«LO MÁS IMPORTANTE»: GARANTIZAR LA LIQUIDEZ MUNDIAL

Visto en retrospectiva, puede parecer que las decisiones tomadas en las primeras semanas de octubre de 2008 fueron las que determinaron el futuro rumbo de los acontecimientos. Estados Unidos optó de manera coordinada por recapitalizar sus bancos. En Europa, las propuestas para adoptar un enfoque común fueron vetadas por Berlín. A partir de ahí la crisis evolucionó como una serie de luchas nacionales que después de 2010 volvieron a entrelazarse para formar la crisis de la zona euro. Al final, Europa no podía eludir adoptar una solución común, pero tendrían que transcurrir años de incertidumbre y dificultades económicas antes de que se llegara a ese punto. Como revelaría la crisis de la zona euro, el enfoque nacional en el que insistía Berlín era básicamente inapropiado para este propósito. Sin embargo, al centrar la atención en la dimensión europea de la interdependencia, esta opinión resta importancia al asunto. Los bancos y los prestatarios de Europa eran interdependientes. Sin embargo, en el otoño de 2008, era más fundamental y mucho más apremiante su dependencia de Estados Unidos. El cierre de los mercados interbancarios y de financiación mayorista generó presiones enormes en los mercados de financiación en dólares de todo el mundo y fue en Europa donde la presión fue más intensa. Se trataba de una escasez que ni siquiera los Estados europeos más fuertes podían afrontar. Que no derivara en una espectacular crisis transatlántica no se decidió en Europa, sino en Estados Unidos, donde la Fed, actuando en interés propio del sistema financiero estadounidense, reconoció la irresistible fuerza de la interconexión financiera y obró en consecuencia. En un momento en el que Paulson y el Tesoro tenían dificultades en el Congreso para movilizar el respaldo político a un mecanismo de apoyo al sistema financiero estadounidense, la Fed, sin realizar ninguna consulta pública, se convirtió en el prestamista de última instancia del mundo. Cuando paró la música en los mercados monetarios privados, la Fed se hizo cargo y proporcionó una inyección de liquidez temporal que, en total,

ascendió a billones de dólares y se adaptó a las necesidades de bancos de Estados Unidos, Europa y Asia. No tenía precedentes históricos, su escala fue espectacular y fue prácticamente desconocida. Transformó la que imaginamos que es la relación entre los sistemas financieros y las divisas nacionales.

I

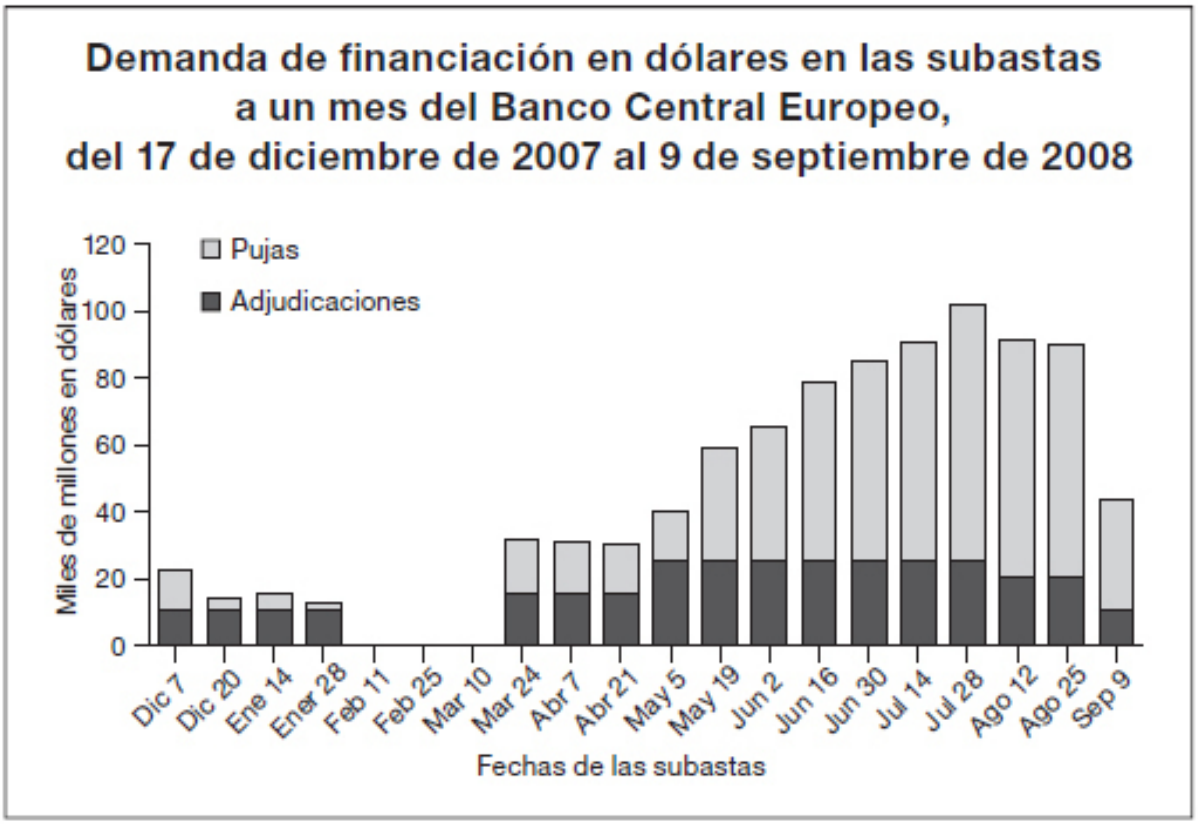
La congelación de la financiación mayorista ya había afectado a los bancos europeos en agosto de 2007, por lo que no fue una coincidencia que fuera el BCE el que tomara la iniciativa el 9 de agosto inyectando 95.000 millones de euros en liquidez a los mercados interbancarios en un día.[1] Trichet no era la clase de banquero central que adoptaría una medida tan drástica sin que hubiera una causa justificada.[2] En el otoño de 2008, tanto el BCE como el Banco de Inglaterra estaban inyectando liquidez a gran escala. No hubo votaciones parlamentarias ni inversiones de capital a largo plazo extraordinarias. No se trataba de rescates, sino de operaciones del mercado monetario, del tipo que los bancos centrales realizan habitualmente para endurecer y suavizar las condiciones financieras, pero ahora a una escala sin precedentes. Mientras prestaban efectivo o equivalentes de efectivo con garantías, buenas y malas, los balances de todos los grandes bancos centrales se empezaron a ampliar. Al menos potencialmente, se podía hacer sin límites en una economía nacional cerrada o en una gran zona monetaria, como la del euro o del dólar. Pero lo que este tipo de operaciones no podía hacer aparecer era liquidez en divisas. El Banco de Inglaterra aportó libras esterlinas; el BCE, euros. Esta restricción de la moneda nacional limitaba de manera crucial la capacidad de las operaciones de los bancos centrales, especialmente en 2008, ya que lo que los bancos europeos necesitaban desesperadamente eran dólares. La Fed lo aprovechó e intervino con un programa de provisión de liquidez que igualaba el alcance global del sistema bancario *offshore* en dólares.

Si se parte de la visión convencional basada en el comercio de la economía internacional, no resulta fácil comprender cómo una escasez de dólares podía ser tan amenazadora para Europa. En septiembre de 2008, la zona euro en su conjunto mantenía un superávit comercial con Estados Unidos. Alemania, en particular, era un líder en exportaciones. Si los bancos europeos necesitaban dólares, podían comprarlos o pedirlos

prestados a exportadores mundiales como Audi, VW y Mercedes-Benz. Sin embargo, es aquí donde esta disparidad entre la visión de la economía basada en el comercio y la financiación mundial se manifiesta más claramente. En 2007, los exportadores alemanes tuvieron un superávit comercial con Estados Unidos de aproximadamente 5.000 millones de dólares mensuales. Según los cálculos de los economistas del Banco de Pagos Internacionales, lo que los bancos europeos necesitaban no eran 5.000 millones de dólares ni tampoco 10.000 millones. Antes de la crisis, habían financiado sus operaciones en dólares con 1 billón de dólares aproximadamente procedentes del mercado monetario estadounidense. Además, habían pedido prestados 432.000 millones en el mercado interbancario, 315.000 millones en los mercados de *swaps* de divisas y 386.000 millones en financiación a corto plazo a aquellas autoridades monetarias que estaban gestionando fondos comunes en dólares. En total ascendía a más de 2 billones de dólares.[3] La cifra exacta dependía de qué cantidad del gigantesco balance bancario de Europa necesitara ser refinanciada y con qué vencimientos.

Lo que la crisis de 2008 reveló fue un peligroso desequilibrio en el modelo de negocio de los bancos europeos. Cuando se cerraron los mercados monetarios estadounidenses, todos los bancos europeos trataron de conseguir financiación en dólares. Intentaron pedirse prestado entre sí, lo que provocó un fuerte aumento de los costes de financiación a corto plazo medidos según el llamado diferencial Libor-OIS.[4] Al mismo tiempo, el mercado de *swaps* de divisas se estaba saturando peligrosamente a medida que los europeos pujaban por créditos en dólares y cada vez eran menos las contrapartes dispuestas a aceptar la otra parte de la operación. El margen del *cross-currency basis swap*, que mide el diferencial de tipos de interés que los bancos europeos estaban dispuestos a pagar por la transferencia de fondos en euros o libras esterlinas a dólares, pasó a ser muy negativo, lo que indicaba que era extremadamente difícil acceder directamente a la financiación en dólares. Cuando los mercados funcionan con normalidad, esta prima debe aproximarse a cero. En septiembre de 2008, superaba los 200 puntos básicos. Cuando el FOMC se reunió el 16 de septiembre, al día siguiente de la bancarrota de Lehman y con AIG al borde de la quiebra, el primer asunto que se trató fueron los problemas de financiación no de los bancos estadounidenses, sino de los europeos. Como señaló Bill Dudley, de la Fed de Nueva York: «Lo más importante, donde probablemente se ha

producido el estrés más grave en los mercados, es en la liquidez en dólares de los bancos extranjeros».[5]



Fuente: Michael J. Fleming y Nicholas J. Klagge, «The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines», *Current Issues in Economics and Finance*, 16, n.º 4 (2010), p. 1.

¿Dónde se podía obtener más financiación en dólares? Se podría pensar en los bancos centrales como una posible fuente de divisas, pero las reservas de dólares de los bancos centrales europeos, por sí solas, distaban mucho de ser suficientes para cubrir las necesidades de financiación de los bancos.[6] Cuando la crisis se agravó en el otoño de 2008 y la City de Londres se convulsionó, el Banco de Inglaterra solo disponía de 10.000 millones de dólares.[7] Durante julio, en las subastas de dólares realizadas periódicamente por el BCE, las pujas fueron cuatro veces superiores a las sumas adjudicadas. No es de extrañar que cuando la crisis se agravó, el valor del dólar subiera en lugar de caer, como habían pronosticado los modelos macroeconómicos normalizados.

Los países más pequeños que se encontraban en esta clase de apuros recurrían al FMI. En el otoño de 2008, el FMI, en estrecho contacto con el

Tesoro estadounidense y la Fed, estaban intentando idear un nuevo tipo de mecanismo de liquidez a corto plazo para prestar ayuda a países sometidos a una fuerte presión de financiación que no requirieran un programa de ajuste completo del FMI.[8] Pero para el BCE o el Banco de Inglaterra, haber recurrido al FMI en 2008 habría sido un desastre de proporciones históricas. En cualquier caso, el FMI seguía estando supeditado a la lógica básica del momento en el que nació en 1944 y sus proporciones eran acordes. El FMI financiaba déficits comerciales y gestionaba crisis de la deuda pública. No se ocupaba de cubrir los gigantescos déficits de financiación del sector privado. Sus programas se cifraban en decenas de miles de millones de dólares. No estaba concebido para una época en la que operaciones bancarias transnacionales ascendían a billones de dólares.

En el otoño de 2008, ya no se podía ignorar la cruda realidad. Como le dijo Tim Geithner, de la Fed de Nueva York, al FOMC, los europeos «tenían un sistema bancario al que se permitió volverse muy, muy grande en relación con su PIB, con enormes desequilibrios monetarios y sin planes para cubrir las necesidades de liquidez de sus bancos en dólares en caso de tener que hacer frente a una tormenta como esta».[9] Como señaló Bernanke con un típico eufemismo, las necesidades de financiación en dólares del sistema bancario europeo eran «un aspecto novedoso de la situación actual».[10] Se trataba de un aspecto novedoso con repercusiones potencialmente dramáticas para Estados Unidos. Si la Fed no actuaba, lo que se avecinaba era una avalancha transatlántica, con los europeos reduciendo sus préstamos en Estados Unidos y vendiendo sus carteras en dólares en una peligrosa venta forzosa. Para mantener esas carteras de activos denominados en dólares, la Fed empezó a inyectar desde finales de 2007 una cantidad de liquidez en dólares sin precedentes no solo al sistema bancario estadounidense, sino al mundial y sobre todo a Europa. En 2008, ese flujo de dólares adquirió tales proporciones, que hizo que cualquier intento de escribir una historia diferente de las crisis estadounidense y europea resultara anacrónico y profundamente engañoso.[11]

II

La Fed bautizó a sus mecanismos de liquidez con toda una serie de acrónimos engañosos: entre los iniciados se conocía globalmente a estos programas como los «hobbits». Pero cuando se desglosaban por funciones,

se correspondían directamente con cada uno de los elementos fundamentales del sistema bancario paralelo: el mercado de pagarés de empresa titulizados, los repos, el mercado de bonos de titulización hipotecaria, los *swaps* de divisas. Como observaron los economistas de la Fed, ya no se trataba de una política monetaria convencional donde la Fed manipulaba los tipos de interés para influir en el comportamiento del mercado. En su lugar, «la expansión del balance de la Reserva Federal» fue una «sustitución de emergencia de la capacidad perdida del balance del sector privado por el sector público».[12] La Fed se estaba introduciendo en los mecanismos del modelo bancario basado en el mercado. La relación entre el Estado, representado por el banco central, y los mercados financieros quedó al descubierto. La Fed no era únicamente una rama del gobierno. Era el banco de los banqueros y cuando la crisis se agravó, el mercado monetario se reorganizó en consecuencia, adoptando la forma de radios cuyo centro era la Fed.

La escala de las medidas de liquidez de la Fed fue tan grande y tan diversa, que plantea problemas de contabilidad. ¿Cómo se han de medir los enormes programas de la Fed? ¿Como el total en el punto de máxima exposición? ¿Como una tasa de flujo a lo largo de un período determinado durante la crisis? ¿O bastaría con recopilar la suma total de todos los préstamos desde el principio hasta el final de la crisis? La primera medida tenderá a minimizar la imagen de intervención. La última arrojará la cifra más alta. Cada medida tiene sus usos.[13] Gracias a las actas de la Fed, obtenidas gracias a una acción judicial, podemos recopilar las tres cifras.[14]

Los bancos en dificultades normalmente accedían a la ayuda del banco central a través del mecanismo de redescuento. El banco central compraba y vendía valores a cambio de efectivo. Al ser un clásico indicador de estrés, normalmente estaba reservado para los bancos que necesitaban liquidez de emergencia. En el listado de los principales clientes del redescuento figuraban en 2008 todas las víctimas estadounidenses más destacadas de la crisis: AIG, Lehman, Countrywide, Merrill Lynch, Citigroup. En todo caso, el estigma de utilizar el mecanismo de redescuento era menos grave para los bancos no estadounidenses. Además de las entidades con problemas estadounidenses, en las cuentas de la Fed también ocupaban un lugar destacado dos de los casos perdidos europeos: el banco franco-belga Dexia y la infortunada rama irlandesa de Hypo Real Estate, Depfa.[15]

Cuando el mercado de ABCP cerró en el otoño de 2007, la Fed comprendió que necesitaba añadir nuevos mecanismos. El primero fue el Term Auction Facility (TAF), que facilitaba a los bancos el acceso a los fondos a corto plazo que ya no podían conseguir en los mercados de ABCP. Evitar el estigma era fundamental. Se aceptaba una amplia gama de activos de garantía, incluidos ABS y CDO, y cuantos más bancos participaban, más popular se volvía el TAF. Entre diciembre de 2007 y marzo de 2010, el TAF se amplió a una escala gigantesca. El saldo máximo pendiente ascendió en la primavera de 2009 a casi 500.000 millones de dólares. Si se convierten los préstamos de duración variable del TAF a una base común de veintiocho días, la suma total prestada alcanzó la enorme cifra de 6,18 billones de dólares en préstamos a veintiocho días. Centenares de bancos estadounidenses más pequeños se aprovecharon del TAF, pero los mayores beneficiados fueron los gigantescos bancos estadounidenses y europeos, con Bank of America, Barclays, Wells Fargo y el Banco de Escocia encabezando la lista. Entre los grandes prestatarios, la participación extranjera superaba el 50 %.[16]

Tras la crisis de Bear Stearns, no solo cerraron los mercados de ABCP, también lo hicieron los de repos garantizados. En el verano de 2008, la Fed llenó el vacío constituyéndose en un intermediario de repos de último recurso, ofreciendo repos a veintiocho días a cambio de garantías de primera clase (operaciones de mercado abierto de tramo único o ST OMO, por sus siglas en inglés). En diciembre de 2008, prestó un total de 855.000 millones de dólares, de los que más del 70 % fue a parar a bancos extranjeros. Cinco bancos europeos dominaban todo el programa. Un único banco, el gigante suizo Credit Suisse, fue el beneficiario del 30 % de la liquidez inyectada por la Fed.

Como la garantía preferida por los mercados de repos tripartitos eran los títulos del Tesoro, en la primavera de 2008 la Fed estableció otro programa, el Term Securities Lending Facility, mediante el que prestaba títulos del Tesoro estadounidense con calificación elevada a veintiocho días a cambio de diversos bonos de titulización hipotecaria, incluidos los de etiqueta privada. En total, se inyectaron en el sistema a través de este mecanismo 2 billones de dólares en garantías superiores y el programa alcanzó su punto álgido tras la caída de Lehman en septiembre y octubre de 2008. El 51 % de las garantías ofrecidas por el Term Securities Lending Facility se prestó a

bancos no estadounidenses; solo RBS, Deutsche y Credit Suisse recibieron más de 800.000 millones de dólares.

El mayor mecanismo de respaldo al mercado de repos que puso en marcha la Fed durante la crisis fue el Primary Dealer Credit Facility (PDCF).[17] Fue introducido después de la retirada masiva de fondos en Bear Stearns en virtud de los poderes de emergencia previstos por la cláusula 13(3) de la Fed. El PDCF ofrecía a los principales operadores del mercado de repos un acceso discreto e ilimitado a la liquidez a un día de la FED a cambio de una gran variedad de garantías. No sorprende que los operadores se aprovecharan. El total de los préstamos a través del PDCF ascendió a 8,951 billones de dólares. Era una suma enorme, pero los préstamos eran a un día y se han de considerar en relación con el depósito diario de garantías en los mercados de repos, que alcanzó un máximo de 4.500 millones de dólares en marzo 2008. La cantidad máxima en circulación fue de 146.570 millones de dólares el 26 de septiembre de 2008. El PDCF tuvo la peculiaridad de ser el único gran programa de liquidez de la Fed que ayudó mayoritariamente a bancos estadounidenses. Merrill Lynch, Citigroup, Morgan Stanley y Bank of America fueron los usuarios principales. Sin embargo, las apariencias eran hasta cierto punto engañosas, ya que la Fed permitió a las filiales con sede en Londres de Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch y Citigroup beneficiarse del programa. De este modo, la Fed respaldó a distancia al mercado de repos de la City londinense.

Cuando la crisis en los fondos del mercado monetario acabó con la última ayuda que quedaba para el mercado de pagarés de empresa, la Fed tomó la decisión sin precedentes de respaldar no solo a los bancos y los fondos de inversión, sino de entrar directamente en el negocio de los préstamos. Creó su propio SPV, el Commercial Paper Funding Facility, para comprar pagarés de empresa a corto plazo de máxima calidad. En total inyectó 737.000 millones de dólares a través de este mecanismo, con un máximo en circulación de 348.000 millones en enero de 2009. El principal usuario de este mecanismo fue el gigante suizo en problemas UBS, que captó el 10 % de los fondos de la Fed. Otro 7,3 % fue a parar a Dexia, y un 5 % a Fortis y otro a RBS. Algunos de los bancos europeos sometidos a mayor estrés recibieron el 27 % de todo el programa. En total, la participación europea no pudo ser inferior al 40 %.

Además del mercado hipotecario, también se había congelado el mercado más amplio de los bonos de titulización de activos. Para reactivar el crédito, el 25 de noviembre de 2008, la Fed introdujo el Term Asset-Backed Securities Loan Facility, que se convertiría en el vehículo para un paquete más heterogéneo de préstamos patrocinados por la Fed y el Tesoro. Ofrecía a un selecto grupo de prestatarios préstamos quinquenales sin posibilidad de recurso, garantizados mediante la compra de titulizaciones de crédito al consumo con alta calificación, como préstamos para la compra de vehículos, préstamos estudiantiles, tarjetas de crédito y créditos a pequeñas empresas para equipamiento y edificación. Nunca fue el mayor programa de la Fed. El total prestado ascendió a 71.090 millones de dólares. Sin embargo, el programa incluía algunas de las medidas de ayuda más arriesgadas adoptadas por la Fed. Las empresas que se beneficiaron fueron exclusivamente estadounidenses, con Morgan Stanley, PIMCO y CalPERS a la cabeza.

Por último, a principios de 2009, la Fed empezó a pasar de la provisión urgente de liquidez a lo que se conocería posteriormente como EC1: la compra y tenencia en el balance de la Fed de grandes cantidades de bonos de titulización hipotecaria. Para un banco central, la compra de valores era un mecanismo convencional de la política monetaria, pero ahora se efectuaría a una escala mucho mayor que antes y con una amplia gama de activos. Además de las adquisiciones convencionales de títulos del Tesoro, la Fed compró en julio de 2010 1,85 billones en bonos de titulización hipotecaria respaldados por las GSE. La semana de adquisiciones más ajetreada fue la tercera de abril de 2009 y las tenencias (netas de ventas) ascendieron en junio de 2010 a 1,129 billones. Fundamentalmente, lo que la Fed estaba haciendo no era solo inyectar liquidez al sistema, también estaba absorbiendo en su balance el desfase de vencimientos, que tanto daño había causado a mercados como el de los ABCP. La Fed adquiría los activos a largo plazo a cambio de liquidez inmediata.

Se suele considerar que la expansión cuantitativa, o EC, es la política «estadounidense» por excelencia, el símbolo de la audacia de la Fed. Bernanke recibiría constantes reprimendas de los políticos conservadores europeos. Pero, después de lo que ya hemos dicho, no debe sorprender que el 52 % de los bonos respaldados por hipotecas (MBS) adquiridos por la Fed gracias a la EC fueran vendidos por bancos extranjeros, con los europeos a la cabeza. Deutsche Bank y Credit Suisse fueron los dos

vendedores principales, superando a todos sus rivales estadounidenses por un margen considerable. Barclays, UBS y Paribas ocuparían el octavo, el noveno y el décimo lugar. Tras haber mantenido abiertas las instituciones básicas del sistema bancario paralelo transatlántico durante la fase más aguda de la crisis en 2008, la Fed ahora trabajaba codo con codo con los megabancos europeos para equilibrar el balance del sistema financiero en las dos orillas del Atlántico.

III

No todos en la red de las finanzas atlánticas podían beneficiarse de los mecanismos que ofrecía la Fed a los principales bancos internacionales en Nueva York. Tampoco todos disponían del tipo de activos de garantía que exigía la Fed. La concesión de crédito a los bancos europeos más frágiles sin las garantías adecuadas habría expuesto a la Fed a graves riesgos, pero negar a los bancos más débiles la inyección de liquidez podía provocar un desastre. Así pues, la Fed reutilizó desde 2007 un instrumento creado por primera vez en la época de Bretton Woods. Para gestionar el sistema monetario fijo en los años sesenta, los bancos centrales habían ideado el sistema de las llamadas líneas de *swap* de divisas, que permitía a la Fed prestar dólares al Banco de Inglaterra contra un depósito de libras esterlinas en las cuentas de la Fed.[18] Las líneas de *swap* se habían dejado de usar en los años setenta, pero fueron recuperadas brevemente en 2001 para hacer frente a las consecuencias del 11 de septiembre. En 2007, ante la posibilidad de una implosión del sistema bancario transatlántico, fueron reutilizadas y ampliadas a una escala gigantesca para cubrir las necesidades de financiación no de los Estados soberanos, sino de los megabancos europeos. Como Geithner explicó a sus colegas de la Fed:

«Tenemos un montón de filiales estadounidenses de algunas de las instituciones europeas más débiles que se han enfrentado a necesidades importantes de financiación en dólares y han acudido a nosotros y nos han pedido un acceso continuo y sustancial a liquidez. Cuando tienen una gran cantidad de [...] garantías con un valor de mercado considerable en relación con sus necesidades, nos hemos sentido cómodos satisfaciendo esas necesidades [sobre todo a través del programa TAF mencionado más arriba]. Cuando sus necesidades han superado ampliamente o podrían llegar a superar el valor de mercado de sus garantías reales admisibles, entonces

hemos hablado con el banco central local. Les hemos dicho que si quieren que podamos cubrir esas necesidades y tienen garantías suficientes en su mercado en relación con esas necesidades, entonces la mejor manera de hacerlo para nosotros es que el banco central de su país de origen satisfaga sus necesidades de liquidez en dólares a cambio de garantías allí [...] y proporcionamos los dólares por el valor de las garantías del banco central».[19]

Tras haber alcanzado el límite de dólares que podía proporcionar directamente a los tambaleantes bancos europeos, la Fed prestaba al BCE, al Banco de Inglaterra, al Banco Nacional de Suiza y a los bancos centrales de Escandinavia. Después canalizaban la valiosa liquidez en dólares a los megabancos europeos de forma indirecta.[20] La Fed y los bancos centrales a los que estaba prestando apoyo acordaron un tipo de cambio. El banco central europeo que necesitaba dólares, depositaba la cantidad requerida de moneda local en una cuenta a nombre de la Fed. La Fed concedía al banco central europeo la cantidad equivalente en dólares. Ambas partes acordaban invertir la operación en una fecha futura al tipo de cambio acordado. Las condiciones se especificaban de forma sucinta en un contrato de no más de siete páginas.[21] La Fed recibía una prima de interés que garantizaba que las líneas de *swap* solo se usarían si la financiación de mercado no estaba disponible. Los bancos centrales europeos repercutían esos costes en los bancos que eran los destinatarios últimos de los dólares.

La iniciativa para el programa de líneas de *swap* vino de la Fed. Tras el desastroso anuncio de Paribas en agosto de 2007, la Fed estaba viendo que las periódicas alzas matutinas de los costes de financiación en dólares europeos provocaban perturbaciones cuando los mercados estadounidenses abrían en mitad de la sesión bursátil en Europa. Resulta elocuente que la primera reacción del BCE fuera de escepticismo. Como lo expresó un periodista estadounidense, la propuesta de la Fed «topó con un gran esfuerzo» por parte del BCE «para culpar del Gran Pánico a Estados Unidos». La respuesta del BCE a la Fed fue contundente: «[E]s un problema del dólar. Es vuestro problema».[22] Según comentó posteriormente Bernanke, el BCE «tuvo algunas dificultades para darse cuenta de que Europa estaría sometida a un gran estrés y no iba a desvincularse de Estados Unidos».[23] Con respecto a las líneas de *swap*, esa actitud no duró mucho más allá de 2007. Los primeros acuerdos con el BCE y el Banco Nacional Suizo se alcanzaron en diciembre de 2007.[24] Cuando la crisis pasó a ser

crítica en septiembre de 2008, se ampliaron rápidamente las líneas de *swap* hasta alcanzar una capacidad total de 620.000 millones de dólares. El 13 de octubre de 2008, mientras los europeos ponían en marcha sus programas de garantía y Paulson, Bernanke y Geithner convencían a los banqueros estadounidenses para que aceptaran su parte del capital del TARP, incluso se levantó esa limitación. Cuatro bancos centrales, el BCE, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional Suizo obtuvieron acceso ilimitado a los dólares.

Las líneas de *swap* ayudaron a tranquilizar a los mercados, pero también arrojaron una sombra de duda sobre aquellos bancos centrales que no se habían visto tan favorecidos. El cierre del mercado monetario estaba afectando a todo el sistema financiero. ¿Dónde iban a conseguir dólares los bancos centrales de los mercados emergentes? Para un país como Corea del Sur, recurrir al FMI era imposible, habida cuenta de los vívidos recuerdos de la crisis financiera asiática de 1997-1998.[25] Así pues, el 29 de octubre la Fed amplió sus servicios a cuatro bancos centrales de mercados emergentes clave: Brasil, Corea, México y Singapur.[26] En total, incluiría en el programa a catorce bancos centrales.[27]

La suma total pendiente en la red de líneas de *swap* en dólares alcanzó su máximo en diciembre de 2008, con 580.000 millones de dólares. Durante un breve espacio de tiempo, los *swaps* ascendieron al 35 % del balance de la Fed. Pero ni siquiera estas enormes cifras hacen justicia a la magnitud del programa. La esencia de las líneas de *swap* era facilitar el acceso a la financiación a corto plazo en dólares. La Fed de Nueva York y sus contrapartes en todo el mundo trabajaron sin descanso inyectando nueva financiación en dólares en el sistema a diario. En una sola semana a finales de octubre de 2008, mientras los dólares que anteriormente provenían de los mercados monetarios estadounidenses desaparecían del sistema bancario mundial, la Fed prestó 850.000 millones de dólares a través de las líneas de *swap*. Esta circulación de fondos fue la que permitió al Banco de Inglaterra, el BCE y el Banco Nacional Suizo satisfacer una enorme demanda de dólares sin reducir sus reservas de divisas a niveles aún más críticos. De no ser por las líneas de *swap*, entre septiembre de 2008 y mayo de 2009, la demanda mensual de dólares en las subastas organizadas por el BCE habría agotado sus reservas varias veces.

Escasez: reservas de divisas del Eurosistema y divisas

prestadas a bancos comerciales

	Dólares estadounidenses prestados a bancos comerciales por el BCE (miles de millones de $)	Francos suizos adjudicados en subastas del BCE (equivalente en miles de millones de $)	Reservas de divisas del Eurosistema (miles de millones de $)
Finales de Sept, 08	150,7	17,4	210,3
Oct, 08	271,2	19,2	210,2
Nov, 08	244	25,8	204,2
Dic 08	265,7	27,8	202

, 08 Enero, 09 Feb, 09 Mar, 09 Abr, 09 Mayo,	187,3 144,5 165,7 130,1 99,7	32,5 33,1 33 35,4 29,9	191,1 186,4 189,2 187,9 191,9

09 Jun, 09	59,9	18,6	192,5
09 Jul, 09	48,3	15,4	197,9
09 Ag, 09	46,1	10,1	197,8
09 Sept, 09	43,7		195

Fuente: William A. Allen y Richhild Moessner, «Central Bank Co-operation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008-9», BIS Working Paper 310 (mayo de 2010), tabla 12.2.

La inexistencia de una crisis monetaria del euro y el dólar, o de la libra esterlina y el dólar, fue una de las características destacables de 2008. No fue una casualidad. Las líneas de *swap* fueron las responsables. Lo que la Fed había hecho con los mercados monetarios, lo estaban haciendo ahora los bancos centrales aportando financiación en dólares a los bancos. Absorbieron el desfase de divisas de los balances de los bancos europeos

directamente en sus cuentas. Las medidas públicas de compensación garantizaron que los desequilibrios privados no acabaran desembocando en una crisis general.

La escala del flujo compensatorio de crédito fue asombrosa. En septiembre de 2011, el total de los préstamos (y la amortización) bajo las condiciones de las líneas de *swap* ascendió a los 10 billones de dólares con diferentes plazos de vencimiento. Estandarizada a un plazo de veintiocho días, la suma equivalía a 4,45 billones en préstamos a un mes. Según cualquiera de estos dos cálculos, el mayor beneficiario con diferencia de las líneas de *swap* fue el BCE. Cada céntimo de este asombroso flujo de fondos fue reembolsado íntegramente. De hecho, la Fed registró en 20082009 unos beneficios de unos 4.000 millones de dólares gracias a sus préstamos a través de *swaps*. Pero esta fría contabilidad minimiza las consecuencias de este novedoso mecanismo. Al responder a la crisis de manera improvisada, la Fed había reafirmado el papel del dólar como moneda de reserva mundial y había convertido al banco central de Estados Unidos en el nodo central indispensable de la red del dólar. En vista del volumen mucho mayor de operaciones diarias en los mercados financieros mundiales, lo importante no era la envergadura de la iniciativa. Los programas de la Fed fueron decisivos porque aseguraban a los principales actores del sistema mundial, tanto a los bancos centrales como a los grandes bancos multinacionales, que en caso de que la financiación privada resultara difícil de improviso, un operador del sistema cubriría los desequilibrios marginales con una inyección ilimitada de liquidez en dólares. Esa era justamente la función del prestamista mundial de último recurso.

La Fed, prestamista de última instancia global: líneas de *swap* de liquidez de los bancos centrales, desde diciembre de 2007 hasta agosto de 2010 (en miles de millones de $)

	Importe bruto de swap	**Estandarizado a swaps a 28 días**
BCE	8.011	2.527
Banco de Japón	387	727
Banco de Inglaterra	919	311
Banco Nacional	466	244
Sveriges Riksbank	67	202
Banco de Corea	41	124
Banco de Reserva	53	122

Australia		
Banco Nacional	73	95
Dinamarca		
Norges Bank	30	68
Banco de México	10	30
Total	**10.057**	**4.451**

Fuente: Reserva Federal.

IV

Antes de la crisis, el sistema del dólar transatlántico *offshore* carecía de un centro manifiesto de liderazgo. En realidad, se había desarrollado «offshore» para evitar el control del regulador nacional. Después de 2008, se organizó abiertamente en torno a la Fed y su inyección de liquidez. «En cierto modo, nos convertimos en el decimotercero distrito de la Reserva Federal», señaló un banquero central europeo.[28] Pero de ser así, a la opinión pública estadounidense no se la informó sobre la ampliación del territorio monetario de su país. No menos destacable que la respuesta a la crisis de la Fed fue su política o, más bien, la falta de legitimación política explícita. La inyección de liquidez de emergencia de la Fed a la economía internacional entre 2007 y 2009 estuvo rodeada del mayor secretismo posible. En julio de 2009, cuando el congresista demócrata de Florida Alan Grayson desafió durante su campaña a Bernanke para que explicara «quién había recibido» el dinero de la línea de *swaps*, el presidente de la Fed solo pudo responder «no lo sé».[29] Estado Unidos no había supervisado directamente el destino final de los billones de dólares que habían circulado entre los bancos centrales del sistema mundial. Era indudable que el Banco Nacional Suizo canalizó los dólares que recibió de la Fed a sus gigantes con problemas, UBS y Credit Suisse.[30] Pero, desde el punto de vista de la Fed, era mejor que el *swap* se realizara con un banco central que con los propios bancos en una situación de fragilidad.

Según lo describe Neil Irwin, «[L]a escala de los préstamos concedidos a bancos extranjeros [...] era un secreto celosamente guardado incluso para lo que acostumbraba la siempre hermética Fed [...] Durante el pánico, esta información se guardó tan celosamente (de haberse conocido públicamente habría sido potencialmente explosiva), que solo se permitió acceder a ella a dos personas de cada uno de la docena de bancos de la reserva».[31] La Fed

usó todos los medios jurídicos a su alcance para impedir que se filtrara a la opinión pública información pormenorizada sobre sus programas de apoyo tanto a bancos nacionales como extranjeros. Ron Paul, el vehemente congresista libertario y partidario del patrón oro, organizó una activa campaña para reclamar transparencia a la Fed, Bernanke hizo cuanto pudo por impedirla. La Fed no empezó a publicar informes periódicos sobre el uso de las líneas de *swap* hasta junio de 2009. Los registros más completos de los programas de emergencia de la Fed, en los que se basa este capítulo, no fueron abiertos al público hasta diciembre de 2010 y marzo de 2011. Se obtuvieron gracias a la legislación Dodd-Frank de 2010 y a una demanda presentada por la agencia de noticias Bloomberg e impugnada por la Fed y la Asociación de Cámaras de Compensación de Nueva York, un grupo de presión bancario, que llegó hasta el Tribunal Supremo.[32] En defensa de su secretismo, la Fed argumentó que la revelación de la información solicitada por Bloomberg pondría en peligro sus esfuerzos para tranquilizar a los mercados financieros, ya que la divulgación total revelaría cuáles eran los bancos que más necesitaban su ayuda de liquidez. El tribunal dictaminó a favor de Bloomberg y la Fed acató la sentencia a regañadientes. La divulgación forzosa permitió hacerse una idea sin precedentes de las operaciones del principal banco central del mundo en un momento de máxima tensión. Los datos son una ecografía cuantificada de las convulsiones del sistema financiero del Atlántico. No están disponibles registros similares ni para el BCE ni para el Banco de Inglaterra. Además de generalidades sobre la «estabilidad y la tensión del sistema», revelan la importancia de bancos concretos, la intensidad de la presión a la que estaban sometidos y la escala de la ayuda prestada por la Fed.

La lista de la Fed la encabezaban Citigroup y Bank of America, y los dos bancos de inversión estadounidenses con grandes dificultades, Merrill Lynch y Morgan Stanley, con sus respectivas sedes de Londres. Después le seguía un listado completo de los grandes operadores europeos y estadounidenses en el negocio bancario mundial en dólares. Los bancos europeos se beneficiaron de la mayor parte de la liquidez a uno o tres meses inyectada por la Fed. Los bancos europeos y las sucursales en Londres de los principales bancos de inversión estadounidenses acumulaban incluso el 23 % del Primary Dealer Credit Facility a un día. Cuando a esta ayuda se añaden las gigantescas líneas de *swap* puestas a disposición de los bancos centrales europeos, la conclusión es inevitable. Lo que la Fed intentó

contener en 2008 no fueron dos crisis diferentes, una europea y otra estadounidense, sino una gigantesca tormenta en el sistema financiero basado en el dólar del Atlántico Norte.

La ayuda a los bancos: mecanismos de liquidez de la Fed y sus destinatarios

	Commercial Paper Funding Facility, 3 meses ABCP/CP	Term Auction Facility, miles de millones de dólares mensuales	Operaciones de mercado abierto de tramo único, miles de millones de dólares mensuales	Miles de millones de dólares mensuales	Primary Dealer Credit Facility a un día
Bank of America	15	487	40	87	716
Citigroup	33	195	8	297	1.757
Citigroup (Londres)					263
Wells Fargo		304			
Wachovia		224			
JPMorgan Chase		171	3	60	
State Street		79			
Bank of NY Mellon		0			
Goldman			53	186	434
Goldman (Londres)					156
Lehman			31	87	83
Merrill Lynch			12	154	1.487
Merrill Lynch (Londres)					594
Morgan Stanley	4		41	101	1.364
Morgan Stanley (Londres)				548	
Bear Stearns				2	960
Barclays	39	313	67	159	410
RBS	39	153	70	250	
HBOS		262	65		
Credit Suisse		0	259	225	
UBS	72	94	57	109	35
Deutsche Bank		115	101	239	
Commerzbank	4	119			
Dresdner	9	171	5		
Depfa		52			
BNP		63	97	35	66
Société Générale		217			
Dexia	54	132			
Fortis	39	108			
Total	737	**6.180**	**910**	**2.006**	**8.951**
Total *large*	**253**	**3.259**	**910**	**2.006**	
***Large* no estadounidense**	**201**	**1.799**	**656**	**1.017**	**2.072**
% no estadounidense	**79**	**55**	**72**	**51**	**23**

Fuentes: Reserva Federal y mis propios cálculos.

Estos datos no solo son explosivos porque revelan lo que exigía la Fed para mantener en funcionamiento el sistema financiero globalizado. También son extraordinarios por la luz que arrojan sobre la política de rescates en Europa. En Europa, los optimistas presidentes de Deutsche Bank y Barclays reclamaban una posición excepcional porque habían evitado recibir ayuda de sus gobiernos nacionales. Los datos de la Fed revelan la falsedad de esos alardes. Puede que algunos bancos evitaran la recapitalización promovida por el Estado, pero todos los grandes bancos del mundo estaban recibiendo liquidez a gran escala de su banco central local y, de manera directa o indirecta, a través de las líneas de *swap* de la Fed. Gracias a los registros de la Fed podemos rastrear la liquidez inyectada a diario a un banco como Barclays y estos revelan un primer aumento de los préstamos de la Fed durante la crisis de Bear Stearns y un segundo tras la quiebra de Lehman.

La anatomía de las medidas de liquidez ocultas de la Fed también ofrece una perspectiva bastante distinta del amplio debate mantenido en 2008 sobre el futuro del sistema del dólar. No sorprende que, en 2008, Estados Unidos se enfrentara a un aluvión mundial de críticas. Los partidarios de la reforma sostenían que la causa de la inestabilidad financiera mundial radicaba en una dependencia excesiva en el dólar como moneda de reserva. Esto otorgaba a Estados Unidos un privilegio exorbitante, que explotaba irresponsablemente, registrando déficits y pidiendo prestado en el extranjero. En 2009, el presidente del banco central de China y una comisión especial de la ONU presentaron propuestas para crear un nuevo sistema monetario mundial.[33] A los rusos les gustó la idea, y también a los países de Europa occidental.[34] En septiembre, Peer Steinbrück les dijo a los periodistas: «Cuando miremos hacia atrás dentro de diez años, veremos que 2008 fue el año en que se produjo una ruptura fundamental. No estoy diciendo que el dólar vaya a perder su condición de moneda de reserva, pero se volverá relativo».[35] Dos meses más tarde, el presidente Sarkozy declaró antes de la cumbre del G20: «Mañana viajo a Washington para explicar que el dólar, que tras la segunda guerra mundial, en virtud de los acuerdos de Bretton Woods, era la única moneda del mundo, no puede pretender seguir siéndolo. Lo que era válido en 1945 no puede seguir siéndolo hoy».[36]

Era evidente que el sistema financiero basado en el dólar había sufrido una crisis existencial. Para los escépticos y los críticos consumados del poder estadounidense era una oportunidad ineludible para anotar un tanto contra las finanzas anglosajonas. Pero en vista de la extraordinaria dependencia de dos bancos concretos como Deutsche y Paribas de la ayuda de la Fed y las enormes líneas de *swap* facilitadas al BCE, cuesta imaginar que Steinbrück o Sarkozy pudieran haber estado más desconectados de la realidad. A principios del siglo XXI, la posición dominante del dólar no se sustentaba en los acuerdos de Bretton Woods de 1944 o en las instituciones, como el FMI, que derivaron de ellos. La base del dólar mundial era la red entre la banca privada y los mercados financieros, materializada en el nexo entre Wall Street y la City de Londres. Se trataba de una cocreación de las finanzas estadounidenses y europeas, establecida intencionadamente fuera del control estatal. Lo que sucedió en el otoño de 2008 no fue una relativización del dólar, sino todo lo contrario: una espectacular reafirmación del papel crucial del banco central estadounidense. El dólar mundial, lejos de desaparecer, adquirió una nueva dimensión mundial gracias a la respuesta de la Fed.

Tal vez se podría perdonar a Steinbrück y Sarkozy que no se percataran de la trascendencia del momento, ya que la Fed había actuado sin hacer alardes ni buscar la legitimidad pública ni en su país ni en el extranjero. El esporádico debate mundial sobre las alternativas al dólar fue el precio que pagó la Fed por mantener su campaña de estabilización fuera del radar. En el Capitolio, la controversia giraba en torno al TARP, pero se guardaba silencio sobre la gigantesca inyección mundial de liquidez de la Fed. Como señaló un alto funcionario de la Fed de Nueva York, era como si un «ángel de la guarda velara por nosotros».[37] Aunque algunos miembros del Congreso comprendieron lo que estaba sucediendo, prefirieron no hablar abiertamente de las medidas de la Fed. La realidad de la política financiera mundial se sumió en una «espiral de silencio». Tanto a la Fed como a sus colaboradores les convenía ocultar una interdependencia a gran escala y explícitamente jerárquica.

Capítulo 9
LA CRISIS OLVIDADA DE EUROPA: EUROPA DEL ESTE

En octubre de 2008, las líneas de *swap* de la Fed definieron una relación de dependencia e interdependencia entre el banco central estadounidense y un exclusivo club de privilegiadas contrapartes. Pero esto suscitaba una pregunta. ¿Quién estaba dentro y quien estaba fuera? ¿Cuáles eran los criterios para pertenecer al club de las líneas de *swap*?[1] El 28 de octubre de 2008, Nathan Sheets, el director de la División de Finanzas Internacionales de la Fed, presentó una breve lista con tres criterios que debían cumplir los receptores de líneas de *swap*:[2]

«1. Contar con una masa económica y financiera importante, de modo que pueda repercutir en Estados Unidos.

2. Estar bien gestionados con políticas "prudentes", de forma que los problemas que hayan encontrado sean claramente consecuencia del contagio de Estados Unidos y "otras economías avanzadas" y, por tanto, precisen de ayuda estadounidense.

3. El problema de los bancos locales tiene que ser de estrés en la financiación en dólares para que las líneas de *swap* supongan realmente un cambio».

En el fondo, la Fed tenía que justificar sus medidas en función de los beneficios para la economía estadounidense. Había economías que eran demasiado pequeñas para justificar la adopción de medidas. Había países que estaban teniendo problemas debido a una caída del comercio o del precio de los productos básicos a los que no se podía ayudar con líneas de *swap*. Sin embargo, era el punto 2, con su énfasis en las políticas «prudentes», el que ofrecía mayor margen para la discriminación política. Qué era una política prudente dependía mucho del cristal con el que se mirara. Como señalaron a finales de 2009 dos analistas estadounidenses vinculados al Consejo Nacional de Inteligencia: «Las divisiones artificiales entre política "económica" y "exterior" constituyen una falsa dicotomía. A

quién se han de conceder líneas de *swap* es tanto una decisión de política exterior como económica».[3] La Fed era muy consciente de que con las líneas de *swap* se estaba adentrado en el terreno de la geopolítica. Cada uno de los catorce bancos centrales europeos, latinoamericanos y asiáticos incluidos en la red de *swaps* contó con la aprobación del Tesoro y el Departamento de Estado. Eran apuestas claramente seguras. La Fed hizo todo lo posible para desalentar la presentación de nuevas solicitudes. No obstante, otros dos países lo hicieron y fueron rechazados. Sus identidades se mantienen en secreto, pero era evidente que algunos países nunca iban a formar parte de la lista de la Fed, por muy grandes que fueran o por muy afectados que estuvieran por la crisis.

I

El 14 de noviembre de 2008, Sarkozy recibió al presidente ruso Medvédev, que se dirigía a la primera cumbre de alto nivel del G20 en Washington. Sarkozy y Medvédev se felicitaron mutuamente por el acuerdo de paz alcanzado en Georgia en el mes de agosto, en el que Sarkozy había mediado. Pero no fue este el único tema que se abordó durante el intercambio de palmaditas franco-ruso. Sarkozy también mostró su conformidad con las iniciativas recientes de Moscú en materia monetaria.[4] Durante el verano, con el precio del petróleo en un máximo histórico, Medvédev había estado impulsando una diversificación de las monedas de reserva y un mayor uso del rublo. Unos días antes de viajar a Francia, pronunció un discurso en el Parlamento ruso en el que estableció paralelismos entre la crisis en Georgia y la debacle financiera mundial. Eran «dos problemas muy diferentes», según dijo Medvédev en la Asamblea Federal en noviembre de 2008, pero tenían «características comunes» y un «origen común»: la presunción de un Gobierno estadounidense, que «se niega a aceptar las críticas y prefiere las decisiones unilaterales».[5] Esto funcionaba bien con los nacionalistas rusos, aunque tampoco hubo mucho disenso en la parte europea. En la reunión de Niza, Medvédev señaló que, en las cuestiones monetarias, «las posturas de Rusia y Europa eran prácticamente las mismas». Lo que no mencionó fue que mientras los bancos de Francia podían contar con la ilimitada liquidez en dólares de la Fed, los rusos estaban solos.

Aunque la creciente asertividad de Moscú se había visto fortalecida por el aumento del precio del petróleo a 145 dólares por barril, la crisis fue un grave revés. Para finales de 2008, los precios del petróleo se habían desplomado, alcanzando un mínimo de 34 dólares el 21 de diciembre. Como los ingresos procedentes de los recursos naturales equivalían al 20 % del PIB ruso, el impacto del desplome de los precios de los productos básicos fue devastador. Los ingresos fiscales por tonelada métrica de petróleo disminuyeron un 80 %.[6] Pero el Estado ruso disponía de recursos para afrontarlo. A diferencia de lo ocurrido en 1998, en 2008 Moscú había acumulado suficientes reservas financieras para poder soportar la presión de la crisis mundial. En su pico máximo, se calculaba que las reservas rusas de divisas extranjeras ascendían a 600.000 millones de dólares. No era el Estado, sino el sector empresarial globalizado, el que tenía problemas.

Cuando los precios del petróleo se desplomaron, también lo hizo el mercado de valores ruso. El 15 de septiembre, el mercado ruso había perdido un 54 % desde el máximo alcanzado en mayo de 2008. En los días posteriores a la caída de Lehman, los mercados estaban tan nerviosos, que los reguladores de Moscú decidieron suspender las operaciones. Cuando los mercados reabrieron el 19 de septiembre, el nerviosismo continuó y el 6 de octubre sufrieron una caída del 18 %.[7] Según un cálculo que se cita con frecuencia, los oligarcas rusos vieron cómo su riqueza combinada se reducía de los 520.000 millones de dólares a comienzos de 2008 a solo 148.000 millones a principios de 2009.[8] Lo que asustaba a los inversores, además del petróleo, era el posible impacto de una brusca devaluación del rublo en los balances rusos. Era el sector privado, no el público, el que estaba en peligro.

Fuente: Banco Mundial en Rusia, *Russian Economic Report*, 17 (noviembre de 2008), gráfico 2.1. Datos: RTS, Thomson Datastream.

En el tercer trimestre de 2008, los bancos, los productores de materias primas y los conglomerados industriales de Rusia habían contraído deudas externas que ascendían a 540.000 millones de dólares, la mitad correspondían a las corporaciones industriales rusas y el resto a los bancos. Esta montaña de deuda coincidía con las reservas oficiales rusas y equivalía aproximadamente al balance de Lehman. Una parte importante era deuda a corto plazo. Tras haber adoptado el modelo bancario basado en el mercado, los bancos rusos estaban particularmente expuestos, ya que necesitaban refinanciar hasta 72.000 millones de dólares que vencían a finales de 2008.[9] Aparte de los bancos, la lista de prestatarios en dólares con dificultades incluía a todos los grandes oligopolios rusos: Gazprom (55.000 millones), Rosneft (23.000 millones), Rusal (11.200 millones), TNK-BP (7.500 millones), Evraz (6.400 millones), Norilsk (6.300 millones) y Lukoil (6.000 millones). El desplome de los precios de los productos básicos redujo drásticamente sus ingresos y una caída del rublo sometería a una presión

aún mayor a quienes facturaban en la moneda local en lugar de en dólares, lo que representaba un serio problema para Gazprom, el mayor proveedor de gas de Rusia.

Como ocurrió en Occidente, la crisis y las condiciones del rescate pusieron sobre la mesa la cuestión del equilibrio de poder. A algunos les pareció que el Kremlin solo buscaba salvar el pellejo de sus amigotes a expensas de los contribuyentes rusos.[10] Según esta lectura, la historia rusa era una versión aún más corrupta y brutal del drama que se estaba desarrollando en Estados Unidos.[11] Al igual que los barones de Wall Street, los oligarcas rusos necesitaban ayuda del Estado y el régimen acudió al rescate. Es cierto que Rusia evitó bancarrotas dramáticas y que se destinaron considerables recursos del Estado para asegurarse de ello. Sin embargo, cuando se comparan los acontecimientos ocurridos en Rusia con los de Estados Unidos o Europa, sorprende menos la gestión de la crisis en provecho propio que la franqueza con la que se ventiló la cuestión del poder en Rusia y la evidente intención del presidente Medvédev y del primer ministro Putin de aprovechar la ocasión para inclinar la balanza a su favor. Desde la disolución del conglomerado petrolero Yukos en 2003, ninguno de los oligarcas se había atrevido a desafiar al Kremlin. Ahora, Medvédev y Putin apretaban las tuercas. Ofrecían protección financiera, pero a cambio de un precio.

La piedra angular de la estrategia del Kremlin para luchar contra la crisis era evitar una desastrosa espiral de devaluaciones y bancarrotas. En la primera fase de la crisis, el banco central utilizó sus amplias reservas de divisas para frenar la caída del rublo. Como consecuencia, cuando los precios del petróleo cayeron un 64 % entre octubre y diciembre de 2008, el rublo solo perdió un 6 % frente al dólar.[12] Moscú no dejó que flotara el rublo hasta enero, permitiendo que se devaluara un 34 % antes de estabilizarse en febrero. Como en cualquier acción defensiva de éxito, había que pagar un precio. El banco central gastó 212.000 millones de dólares de sus reservas, el 35 % del total, para frenar la caída. Pero al hacerlo ganó tiempo, permitiendo a los prestatarios expuestos en dólares actuar con más cautela y dar al Estado algo de tiempo para poner en marcha su propia respuesta.[13]

Un aspecto fundamental de este programa fue la petición del Kremlin a los oligarcas de que invirtieran una gran parte de sus fortunas para estabilizar el mercado de valores. Circularon rumores acerca de una

«reunión obligatoria que duró toda la noche en el Kremlin» el 16 de septiembre, el día del rescate de AIG, en la que «se ordenó a los oligarcas que invirtieran dinero en sus propias acciones inestables, compraran directamente entidades financieras al borde de la quiebra o simplemente entregaran el dinero y/o las acciones».[14] Tras esta «recapitalización interna» de los oligarcas, el gobierno se centró en las adquisiciones y los rescates de los bancos rusos más pequeños y menos sólidos. La coordinación estuvo a cargo del Vneshekonombank (VEB) estatal, en el que Putin, al ser primer ministro de Rusia, ejercía como presidente de la junta directiva. Se destinaron 5.000 millones de dólares a la adquisición del banco Sviaz, el banco Globex y Sobinbank. Después se recapitalizó el fondo de garantía de los depósitos y se aumentó el límite del seguro a 28.000 dólares. Una transferencia del banco central de 50.000 millones permitió al banco VEB actuar como respaldo, con otros 35.400 millones de dólares en deuda subordinada disponibles a tipos elevados para las empresas en dificultades de los oligarcas. Los préstamos se reembolsarían en un año y, si no, serían convertibles en participaciones de control.[15] No se trataba de una absorción por parte del Estado, sino de una amenaza condicional y una clara demostración de quién tenía el poder.

VEB inyectó 4.500 millones de dólares a Rusal, la empresa de aluminio que pertenecía mayoritariamente a Oleg Deripaska, para que pudiera reducir la financiación extranjera, que había utilizado para comprar un 25 % del gigante de la minería Norilsk Nickel. VEB también inyectó 2.000 millones al Alfa Group de Mijaíl Fridman para ayudarlo a pagar al Deutsche Bank y rescatar la importante participación de Alfa en la segunda empresa de telefonía móvil de Rusia, VimpelCom, que de otro modo podría haberse perdido como garantía. Cuando se redujeron las inversiones y la actividad económica interna empezó a caer en picado, las tasas de desempleo se duplicaron. Eran especialmente preocupantes en las llamadas monociudades, el legado urbano de la industrialización estalinista.[16] El 16 de octubre de 2008, Igor Sechin, la mano derecha de Putin, convocó una reunión de todo el sector para intercambiar ideas sobre la industria automovilística en Togliatti, la ciudad de AvtoVAZ, la heredera en bancarrota de la industria automovilística soviética. Anunció un préstamo inmediato del VEB de 1.000 millones de dólares para AvtoVAZ para que pudiera mantener la fábrica y a sus 100.000 trabajadores.[17] Al final de la

crisis, se habían inyectado 1.700 millones para recatar al sector automovilístico ruso.

Tras la crisis de los precios del petróleo, se reajustó el presupuesto federal suponiendo un precio medio del petróleo de 41 dólares por barril frente al presupuesto de junio de 2008, que había previsto 95 dólares por barril. Mientras los ingresos fiscales disminuían, el primer ministro Putin se atribuyó el mérito del gran estímulo fiscal. Una cuarta parte del presupuesto público de 9,7 billones de rublos se destinó a la creación de empleo, subvenciones industriales y reducciones fiscales. En relación con el tamaño de su economía, que se suele comparar con la de España y aproximadamente la de Texas, la respuesta de Rusia a la crisis fue una de las mayores del mundo y eclipsó a las puestas en marcha por los gobiernos de Europa occidental.[18] Estaba fuertemente sesgado hacia las corporaciones más grandes y mejor conectadas, que fueron incluidas en una lista de 295 corporaciones nacionales importantes y 1.148 empresas regionales importantes. Se trataba de un estímulo corporativista vertical y Moscú dejó claro que esperaba que los oligarcas hicieran lo propio. De hecho, no dudó en mencionarlos por su nombre. En una ocasión destacable, Putin se refirió a cuatro de ellos como sigue: «Vladimir Potanin (Interros Holding), Leonid Lebedev (Sintez Group), Mijaíl Prójorov (Onexim Group) y Viktor Vekselberg (Renova Group) [...] Os conozco desde hace muchos años; básicamente, hemos estado trabajando juntos. Permitidme que repita que durante las difíciles condiciones de la crisis hemos hecho todo lo posible para apoyaros en las diversas actividades de vuestros negocios. La crisis va desapareciendo. Todavía no ha terminado, pero está en vías de hacerlo». Ahora Putin esperaba que ellos cumplieran sus compromisos. «También accedimos a llegar a un compromiso en este ámbito. Pospusimos los plazos para las inversiones. No habrá más ajustes en el calendario. Por favor, prestad la máxima atención en cumplir vuestros compromisos.»[19] Lo que ocurría si un oligarca no cumplía sus obligaciones quedó demostrado en junio de 2009, cuando Putin viajó a Pikalevo, una pequeña ciudad situada al sur de San Petersburgo dominada por el imperio metalúrgico de Oleg Deripaska. Deripaska, que había llegado a ser considerado el hombre más rico de Rusia, con una fortuna estimada en 28.000 millones de dólares, había visto cómo esta se reducía a 3.500 millones. Pero eso no era excusa para no pagar los salarios.[20] Los indignados trabajadores bloquearon la carretera de Moscú, causando un atasco de 400 kilómetros. Putin reprendió

a Deripaska ante las cámaras de televisión. Tras tirarle un bolígrafo, el primer ministro pidió al oligarca que firmara las nóminas en el acto. Era gestión económica por medio de la intimidación personal haciendo demagogia televisiva.[21] El mensaje era claro. Diez años después de la humillación de 1998, en Moscú había hombres al mando que se ocuparían de que las cosas «se hicieran».

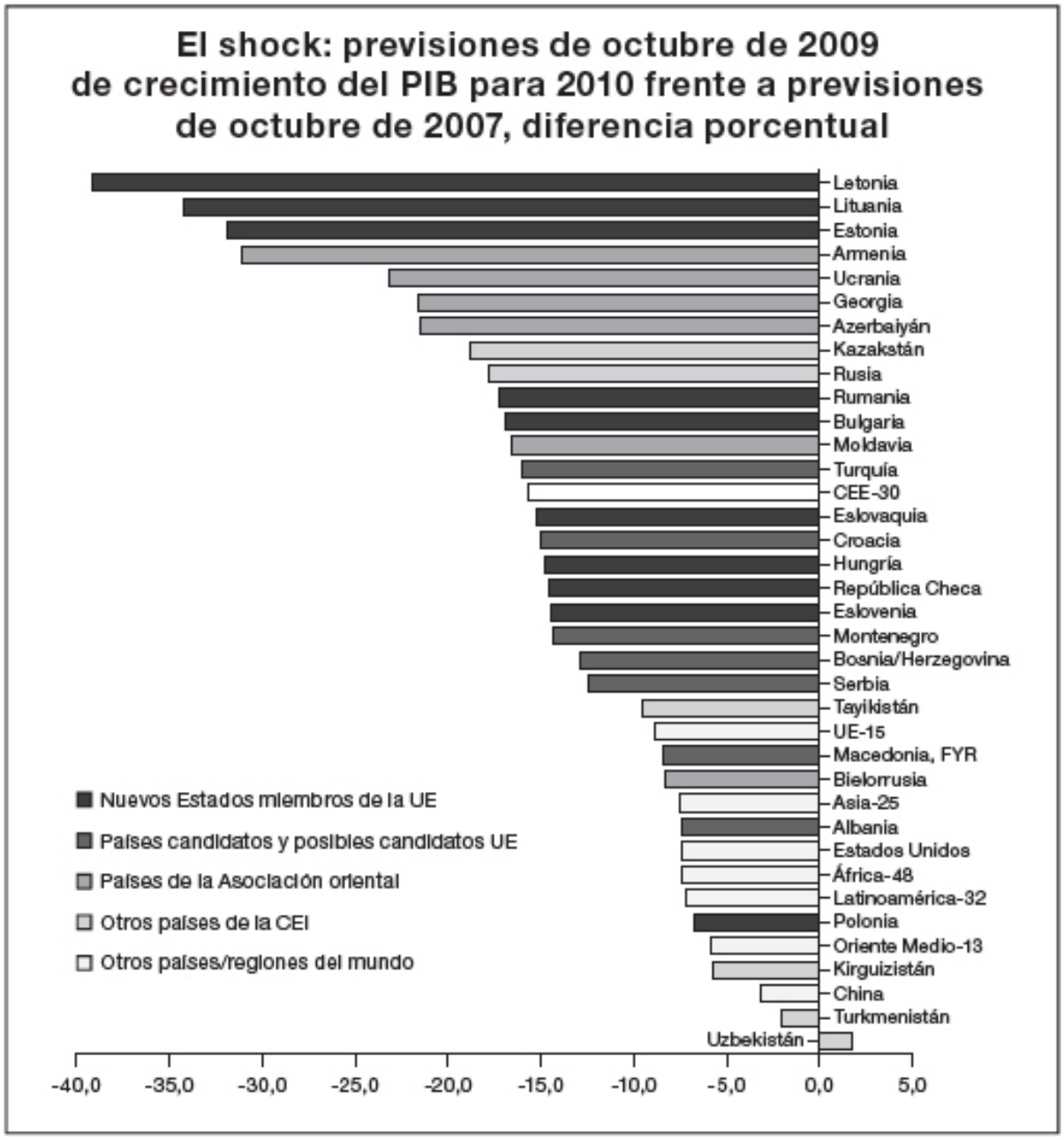
A su manera, fue eficaz. Demostró liderazgo. Humilló a los oligarcas. Aglutinó los intereses sociales de Rusia en torno al Estado que los satisfacía. Mantuvo al primer ministro Putin en primer plano. Pero ¿era una estrategia de crecimiento a largo plazo? Los economistas liberales se mostraban escépticos. Y también Medvédev, que había sucedido a Putin como presidente en 2008. Ya antes de la crisis, los expertos asesores de los que Medvédev se rodeaba en su entorno personal habían exigido un cambio de rumbo.[22] Tras la crisis, su mensaje fue aún más claro. Lo que había vuelto a Rusia tan vulnerable en 2008 era su desequilibrada integración en la economía mundial: por una parte, su dependencia excesiva del petróleo y el gas; por otra, la corrupta cultura de la evasión de capitales, en la que el dinero de los oligarcas rusos entraba y salía a raudales del país a través del sistema bancario *offshore*. ¿Cómo, si no, se podía explicar la extraña anomalía que convirtió a la pequeña Chipre en una de las principales fuentes de inversión extrajera de Rusia? Lo que Rusia necesitaba era una modernización. Como señaló Medvédev el 10 de septiembre de 2009: «¿Puede una economía primitiva basada en las materias primas y la corrupción económica guiarnos hacia el futuro?».[23] No bastaba con luchar enérgicamente contra la crisis. La mera recuperación de la crisis de 2008 no llevaría a «ninguna parte. Tenemos que salir de la crisis reformando nuestra economía».[24] Lo que Rusia necesitaba era una transformación económica y, para ello, no hacía falta menos acción, sino más interacción con la economía mundial y, sobre todo, con los líderes tecnológicos. Y esto tenía implicaciones más amplias. Tras el sorprendente enfrentamiento con Occidente en agosto de 2008, Moscú necesitaba cambiar de rumbo. El Kremlin lo había dejado claro aplastando a Georgia. Medvédev afirmó que, en el futuro, el éxito o el fracaso de la política exterior rusa debía juzgarse en función de un único criterio: «si contribuye a mejorar los niveles de vida en nuestro país». En lugar de «sacar pecho» para amenazar a otros, Rusia debía centrase en atraer tecnología y capital extranjeros.[25] Se trataba de un mensaje de modernización y asociación que fue acogido con entusiasmo

tanto en las capitales europeas como por la nueva administración en Washington.

II

Podría ser tentador concluir que al amansar a Rusia, el efecto de la crisis fue el restablecimiento de la calma en las relaciones internacionales. Y es probable que a corto plazo fuera cierto. Pero en la esfera internacional, el poder se juzga en función de criterios relativos. Y aunque Rusia se vio muy afectada por la crisis de 2008, el impacto en Europa del Este fue aún peor. El impacto en los Estados en transición más endeudados del antiguo bloque comunista fue asombroso. Si se comparan las previsiones para 2010 realizadas en octubre de 2007 con los resultados previstos dos años más tarde, se puede apreciar cómo la crisis cambió radicalmente el panorama para los países más afectados de la región.

El caso más extremo fue Letonia. Un año después del comienzo de la crisis, en octubre de 2009, la tasa de crecimiento del PIB prevista por el FMI para Letonia en 2010 era un 39 % inferior a la prevista en octubre de 2007. Durante el mismo período de dos años, las expectativas de crecimiento del PIB de Estonia y Lituania fueron revisadas a la baja y se redujeron nada menos que en un tercio. Eslovenia, la República Checa, Eslovaquia, Hungría, Bulgaria y Rumanía experimentaron *shocks* a la baja de entre el 15 y 18 %, más del doble que Estados Unidos. En la contigua Comunidad de Estados Independientes (CEI) postsoviéticos, la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento osciló entre el 18 % de Rusia y el 32% de Armenia. La tendencia no era uniforme. Polonia, en particular, salió relativamente indemne.[26] No obstante, todas las víctimas más graves de la crisis de 2008-2009 se encuentran entre las economías en transición del antiguo bloque oriental.



Fuente: Zsolt Darvas, «The UE's Role in Supporting Crisis-Hit Countries in Central and Eastern Europe», Bruegel Policy Contribution 2009/17 (diciembre de 2009), gráfico 1.

Por separado, los Estados de Europa del Este no son grandes economías. Sin embargo, juntos formaban una unidad importante comparable en peso económico a Francia o el estado de California. Eran el orgullo del proceso de transformación de Europa y el campo de batalla del nuevo enfrentamiento con Rusia que se había producido entre 2007 y 2008. Eran fervorosos discípulos de la liberalización del mercado y de la globalización

financiera. Esto hizo que corrieran un riesgo especial cuando los mercados financieros mundiales se desplomaron. Sin embargo, la situación se vio aún más agravada debido a la procedencia del capital que impulsaba sus crecimientos: los sobreapalancados bancos de Europa occidental. En total, los bancos de Europa occidental y sus sucursales locales tenían 1,3 billones de dólares en juego en la Europa emergente, 1,08 billones excluyendo a Rusia.[27] Mientras los balances de los bancos europeos eran aplastados al otro lado del Atlántico, el riesgo era que redujeran drásticamente sus operaciones en Europa del Este.

Antes de que golpeara la crisis, era normal que cada tres meses entrara una media de 50.000 millones de dólares en los mercados emergentes de Europa del Este y los países postsoviéticos. En el último trimestre de 2008, esto cambió de repente, cuando salieron 100.000 millones de dólares y otros 50.000 millones en el primer trimestre de 2009.[28] La pirámide de crédito creada durante los quince años anteriores se tambaleaba. En un proceso de ajuste «natural», las monedas flotantes de Europa del Este se depreciaron. El resultado fue un catastrófico aumento del costo en moneda local del servicio de los préstamos internacionales.[29] En Bulgaria, Rumanía, Hungría y Lituania, los préstamos extranjeros constituían más de la mitad de todo el crédito. Cuando el florín se desplomó, las familias húngaras vieron cómo los gastos de las hipotecas y los préstamos para automóviles aumentaban un 20 % en cuestión de semanas. Las más perjudicadas fueron las familias húngaras cuyas deudas estaban denominadas en yenes japoneses. Tuvieron que hacer frente a un aumento de la carga de la deuda del 40 % cuando el yen se disparó.[30]

Mientras que Rusia había reaccionado a su humillación en los años noventa acumulando una importante reserva de divisas, los Estados de Europa del Este carecían de esta defensa. Para ellos, la seguridad radicaba en la integración en Europa occidental, o al menos eso imaginaban. Después de que la Fed hubiera utilizado las líneas de *swap* para estabilizar a un grupo central de economías en las que los intereses de Estados Unidos eran innegables, cabía esperar que el BCE prestara una ayuda similar a los vecinos de Europa del Este en la zona euro. Sin duda, eso era lo que esperaba la Fed. Si se aplicaban los tres criterios establecidos por Nathan Sheets a Europa del Este, los argumento en favor de la ayuda del BCE eran evidentes.[31] Los países de Europa del Este eran miembros de la UE y aspiraban a incorporarse a la futura eurozona. Por tanto, la respetabilidad de

su política económica estaba asegurada en términos generales. La crisis en Europa del Este fue la que causó de inmediato una parada súbita de la oferta de crédito externo. Los propios bancos de la zona euro estaban muy implicados y sufrirían cuantiosas pérdidas. El riesgo de un efecto negativo era grave. Como comentó Sheets al FOMC: «Creo que es conveniente que todas las economías de mercado emergentes de Europa informen al BCE de sus necesidades de liquidez».[32] Pero mientras que la Fed había autorizado al BCE a emitir dólares, el BCE no tenía intención de conceder unos privilegios similares a Polonia o Rumanía. El BCE estableció con Suecia y Dinamarca líneas de *swap* que fueron anunciadas públicamente. Sus bancos inyectarían liquidez a Europa del Este. Mientras tanto, se engatusó a los bancos centrales de Polonia y Hungría con pactos de recompra que no los trataban mejor que los bancos comerciales en problemas que necesitaban liquidez adicional. La única ayuda que el BCE estaba dispuesto a proporcionar era financiación a corto plazo a cambio de garantías de primer orden denominadas en euros. Como el problema era la escasez de financiación en euros, no era de mucha ayuda. Lo que necesitaban era un servicio de *swaps* para el florín húngaro o el esloti polaco. Incluso los limitados mecanismos ofrecidos por el BCE solo se pudieron conseguir gracias a la presión de los bancos centrales austríaco y francés, que tenían razones para preocuparse por las pérdidas que podrían sufrir sus bancos en sus carteras de Europa del Este.[33] Los bancos austríacos se encontraban en una situación especialmente difícil debido a que habían concedido préstamos en francos suizos, que financiaban pidiendo prestado en Suiza, donde los tipos de interés eran bajos. Ahora el franco suizo estaba subiendo y la financiación era escasa. Para sacarlos del apuro, el banco central suizo ofreció líneas de *swap* de divisas a cambio de euros, pero no de eslotis polacos o florines húngaros.[34]

Se suponía que la adhesión a la UE y la OTAN habían mejorado el estatus de Europa del Este en el orden jerárquico mundial. Los antiguos miembros del pacto de Varsovia y las ex repúblicas soviéticas se habían reconvertido con entusiasmo en ex ponentes de la nueva Europa de Donald Rumsfeld. Ahora veían sus expectativas de crecimiento desbaratadas y a sus gobiernos devueltos al lugar donde habían empezado sus carreras poscomunistas, en el papel de suplicantes menos soberanos y más o menos resentidos de ayuda financiera internacional. El FMI era su último recurso. Fue traumático. Nadie en Europa del Este quería revivir las amargas

consecuencias de la caída del comunismo con las que el FMI estaba indeleblemente asociado.

La primera solicitud de ayuda en el seno de la UE, y la más desesperada, fue la de Hungría.[35] El 27 de octubre de 2008, Budapest acordó con el FMI y la UE (en lugar de con el BCE) un paquete de préstamos de 25.000 millones de dólares, el 20 % del PIB húngaro antes de la crisis. Era una cantidad muy importante y un múltiplo inusualmente generoso de la cuota aportada por Hungría al FMI.[36] El FMI consideraba el programa excepcionalmente benévolo. Como es lógico, los húngaros no creían que las condiciones fueran tan ventajosas. La política húngara se polarizó cuando el programa de austeridad empezó a hacer mella. El diario nacionalista *Magyar Hírlap* publicó que la «soga del crédito alrededor de nuestros cuellos» estaba estrangulando lentamente a Hungría.[37] Para los radicales de la extrema derecha húngara se trataba de un retroceso en el tiempo, del «neocolonialismo» de la UE y el FMI al tratado de Trianon, que había destrozado a Hungría después de la primera guerra mundial. En 2010, el partido derechista Fidesz cosecharía los beneficios con una victoria electoral aplastante, colocando a Hungría en la senda hacia una autoproclamada democracia iliberal.

Al paquete de ayuda concedido a Hungría por el FMI en octubre de 2008 le siguieron programas para Islandia, Letonia, Ucrania y Pakistán.[38] En 2009, Armenia, Bielorrusia y Mongolia se vieron obligadas a solicitar ayuda al FMI. Menos de un año después de haber acogido la polémica cumbre de la OTAN, Bucarest tuvo que negociar un programa con el FMI. Se ofrecieron líneas de crédito precautorias a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Serbia, y Bosnia y Herzegovina. Además, a instancias de Washington, se puso a disposición de México, Polonia y Colombia un nuevo mecanismo de crédito flexible y mínimamente invasivo, que ofrecía en total más de 80.000 millones de dólares en efectivo. De este modo, México tuvo la singular distinción de recibir tanto una línea de *swap* como una línea de crédito del FMI.

Gracias a la intervención del FMI y de la UE, en el otoño de 2008 se evitó un colapso inmediato en la periferia de Europa del Este.[39] Pero la situación seguía siendo extremadamente precaria. Y era peligrosa no solo para los prestatarios. Los osados bancos austríacos habían acumulado desde los años noventa créditos sobre Europa del Este que equivalían a más del 55 % del PIB austríaco. La exposición de los bancos austríacos a Hungría y

Rumanía, los países con tipos de cambio flexibles que parecían tener más probabilidades de sufrir un *shock* de pago, ascendía al 20 % del PIB de Austria. Los bancos alemanes, franceses e italianos tenían grandes créditos sobre Europa del Este, pero eran manejables en relación con sus recursos nacionales. Otro prestamista gravemente expuesto era Suecia, cuyos bancos habían monopolizado casi por completo los mercados bancarios de los países bálticos, alimentando un tremendo *boom* inmobiliario. En organismos internacionales como el Banco Mundial y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo existía un profundo temor a que la retirada repentina de uno o más bancos en dificultades de Europa occidental pudiera desencadenar una reacción en cadena que agotara los escasos recursos aportados por el FMI y la Comisión Europea. Desesperados por reducir el apalancamiento en todos los frentes, estos bancos podrían retirarse de Europa del Este en masa, provocando una desastrosa carrera hacia la salida. Bob Zoellick, el candidato de George Bush para presidir el Banco Mundial, estaba profundamente preocupado por el futuro de Europa. «Han pasado veinte años desde la unificación de Europa en 1989 y sería una tragedia permitir que se dividiera de nuevo», recordó Zoellick a los lectores del *Financial Times* a principios de 2009.[40] La nueva Europa, que Estados Unidos y las dos presidencias de Bush en particular habían estado promoviendo desde el final de la guerra fría, estaba en peligro. La prensa vienesa evocó un capítulo diferente de la historia de Europa y alertó de que un «Stalingrado monetario» amenazaba a los bancos de Austria e Italia.[41]

Programas contra la crisis del FMI (en agosto de 2009)

					Reparto de la carga			Financiación total (millones de $)
		Fecha	Cantidad acordada (millones de $)	Cantidad utilizada agosto 2009	UE (millones de $)	Banco Mundial (millones de $)	Otros (millones de $)	
Acuerdos de derechos de giro	Georgia	15-sep-08	1.172	452	184	328	606	2.290
	Ucrania	5-nov-08	17.253	10.979	1.000	1.750	1.250	21.253
	Hungría	6-nov-08	16.529	11.900	8.400	1.300	0	26.229
	Seychelles	14-nov-08	28	12	0	0	0	28
	Islandia	19-nov-08	2.196	878	100	0	9.000	11.296
	Pakistán	24-nov-08	11.349	7.376	0	3.400	6.800	21.549
	Letonia	23-dic-08	2.387	840	4.382	565	3.251	10.585
	Bielorrusia	12-ene-09	3.560	1.499	0	200	1.000	4.760
	El Salvador	16-ene-09	806	0	0	450	900	2.156
	Serbia	16-ene-09	4.108	1.100	411	350	0	4.869
	Armenia	6-mar-09	838	416	0	525	637	2.000
	Mongolia	1-abr-09	240	120	0	60	125	425
	Costa Rica	11-abr-09	772	0	0	500	500	1.772
	Guatemala	22-abr-09	989	0	0	393	361	1.743
	Rumania	4-may-09	17.948	6.854	6.550	1.310	1.310	27.118
	Bosnia y Herzegovina	8-jul-09	1.592	287	137	259	74	2.062
	Sri Lanka	24-jul-09	2.594	325	0	0	0	2.594
	Total		84.361	43.035	21.164	11.390	25.814	142.729
Líneas de crédito flexibles	México	17-abr-09	49.451	–				49.451
	Polonia	6-may-09	21.472	–				21.472
	Colombia	11-may-09	10.926	–				10.926

Fuente: FMI, «Review of Recent Crisis Programs», 14 de septiembre de 2009, apéndice I, https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/091

La situación era grave. Pero el alarmismo en Europa central era también un reflejo del hecho de que Europa occidental no estaba escuchando. A Berlín le entusiasmaba tan poco la idea de una solución colectiva europea en Europa del Este como en la zona euro. Alemania rechazó las iniciativas de Austria y Hungría para crear un fondo de ayuda común.[42] «No es nuestro problema», anunció Peer Steinbrück. Los países de Europa del Este se daban cuenta de que Grecia, al ser miembro de la eurozona, parecía estar capeando el temporal bastante mejor que Hungría, aunque sus bases financieras no fueran mejores.[43] A principios de 2009 hubo peticiones, irónicas a la luz de los acontecimientos posteriores, para que se acelera la adhesión a la zona euro de Polonia y otros miembros de la UE de Europa del Este, lo que los situaría bajo la protección del BCE.[44] Un informe de calificación confidencial del FMI respaldó la propuesta argumentando que «[p]ara los países de la UE, la euroización ofrece las mayores ventajas para resolver el exceso [acumulación] de deuda en moneda extranjera al eliminar la incertidumbre y restablecer la confianza. Sin euroización, para abordar el exceso de deuda en moneda extranjera sería necesario un enorme recorte de gastos en algunos países con una creciente resistencia política en contra».[45]

Sin embargo, no cabía esperar ninguna ayuda del BCE, que no tenía ningún interés en involucrarse en Europa del Este.

En diciembre de 2008, los bancos italianos y austríacos más expuestos empezaron a reclamar un programa concertado de ayuda internacional. Al encontrar las puertas cerradas en Bruselas, recurrieron a Viena, que, habida cuenta de la implicación austríaca, no se podía permitir que la situación se deteriorara. El Gobierno austríaco eludió a Bruselas y anunció lo que se conocería como la «Iniciativa de Viena». Según este sistema multilateral, el Banco Mundial, el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, y el Banco Europeo de Inversiones se comprometían a apoyar un programa de 24.500 millones de euros en nuevos préstamos e inyecciones de capital. De manera crucial, iba acompañado de un acuerdo con al menos algunos de los grandes bancos privados. La Iniciativa de Viena arrancó una promesa, caso por caso, a los principales prestamistas de que mantendrían sus líneas de crédito a la región, impidiendo de este modo una congelación del crédito aún más drástica.[46] UniCredit y Banca Intesa de Italia, Raiffeisen de Austria y Swedbank de Suecia participaron. Commerzbank de Alemania y Deutsche Bank, no.[47]

Al final, el campo de batalla más importante para la estabilización de Europa del Este se encontraba lejos de Viena. A comienzos del siglo XXI, parecía que Letonia, Lituania y Estonia eran las afortunadas. A diferencia de otras ex repúblicas soviéticas, como Ucrania, Georgia o Bielorrusia, habían realizado con éxito la transición para convertirse en miembros de pleno derecho tanto de la UE como de la OTAN. Además, a diferencia de Hungría o Polonia, los países bálticos estaban ansiosos por adoptar el euro lo antes posible. En previsión, habían vinculado sus monedas. En 2008, pese a la parada súbita de las entradas de capital extranjero, estaban sometidos a una gran presión para mantener el ritmo de convergencia. Pero, a medida que se agotaba el crédito exterior, cada vez les resultaba más difícil mantener los tipos de interés fijos. Cuando el FMI había contemplado a principios de 2008 la posibilidad de que los desequilibrios macroeconómicos provocaran una crisis, se había destacado que Letonia, con su enorme déficit por cuenta corriente, era especialmente vulnerable.[48] Después se había considerado aisladamente un problema nacional. Ahora Letonia tenía que afrontar la corrección de sus enormes déficits en el marco de una crisis mundial general que había obligado a devaluar a sus competidores regionales polacos, húngaros y rumanos. Si los países bálticos

no seguían su ejemplo, ¿cómo iban a salir adelante? ¿Cómo iban a hacer frente a la situación sin financiación extranjera? ¿Cómo podían recuperar la competitividad de las exportaciones y reducir las importaciones si no podían ajustar sus monedas con respecto al euro? Sin devaluación, la única manera de corregir la balanza comercial era reequilibrar la demanda interna, recortar los salarios, subir los impuestos y reducir drásticamente el gasto público. Era doloroso, pero habida cuenta de lo avanzada que estaba la fase de integración financiera de los países bálticos, la devaluación también era peligrosa. Como el 80 % del crédito pendiente procedía de sus vecinos europeos, era probable que cualquier depreciación considerable desencadenara un impago masivo. El coste del servicio de la deuda en euros se volvería prohibitivo. Aunque todavía no pertenecían a la zona euro, a principios de 2009 los países bálticos se enfrentaban a una difícil situación que era un sombrío precursor de lo que estaba por venir.

Debido a la magnitud de sus deudas y a la profunda implicación de los bancos escandinavos, se solía considerar que Letonia era clave para la estabilidad de los países bálticos.[49] Si abandonaba su tipo de interés fijo, lo más probable era que el contagio se propagara a Estonia y Lituania y, desde ahí, a Eslovaquia y Bulgaria, que también estaban luchando para mantener sus monedas ajustadas al euro.[50] Una vez comenzara una oleada de devaluaciones, sería imposible mantener las defensas establecidas por la Iniciativa de Viena. Las liquidaciones forzosas se extenderían por Europa del Este. Algunos podrían salir vivos, pero, para dos de los bancos más importantes de Suecia, Swedbank y Nordea, su implicación en los países bálticos era una cuestión de vida o muerte.[51] Si se cancelaban sus préstamos, el capital de ambos bancos desaparecería por completo. Como señaló un analista de BNP Paribas: «Puede que Letonia sea un país pequeño, pero tiene grandes repercusiones».[52] Un ministro de Hacienda de Europa central, que prefirió permanecer en el anonimato, predijo que la reacción en cadena en toda Europa central y oriental acabaría con al menos media docena de bancos europeos. Letonia desempeñaría el papel de Lehman o, lo que era aun más ominoso, el del infame Kreditanstalt austríaco durante la crisis financiera de 1931, cuya quiebra había precipitado la deriva final hacia el desastre en la Alemania de Weimar.

Para el FMI, la receta estándar cuando un país se encontraba en la situación de Letonia era una única devaluación seguida de una reestructuración o reprogramación de la deuda. Pero la Comisión Europea

se mantuvo en sus trece. Letonia estaba en vías de incorporarse a la eurozona. Debía mantener el rumbo. Si necesitaba reequilibrar su cuenta corriente, debía hacerlo a través de la deflación y la austeridad. Las consecuencias para Letonia fueron drásticas. En el verano de 2009, los precios de la vivienda habían caído un 50 %. Se despidió a funcionarios, entre ellos a una tercera parte de los maestros del país, y se recortaron los salarios públicos un 35 %. El desempleo se disparó del 5 al 20 %.[53] Sorprendentemente, Letonia resistió, al igual que sus vecinos. Para que pudiera defenderse, Letonia recibió ayuda por un total del 32 % de su PIB previo a la crisis: 3.100 millones de euros de la Comisión Europea; 1.700 millones del FMI; 800 millones del Banco Mundial y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, y 1.900 millones de Suecia, Dinamarca, Finlandia, Noruega y Estonia.[54] Todos ellos prefirieron luchar contra la crisis en Letonia a tener que rescatar a los bancos de sus países. Cabe destacar que el BCE no participó en la coalición para combatir la crisis.

La austeridad financiera impuso una enorme presión a las nuevas democracias de los países bálticos.[55] En Letonia, el descontento popular con la nueva línea de austeridad y las acusaciones de corrupción contra la clase política desembocaron en la convocatoria de dos referendos sobre la protección de las pensiones y sobre el derecho público a disolver el Parlamento mediante plebiscito. En enero de 2009, Riga se vio sacudida por protestas masivas que degeneraron en disturbios y en una noche de enfrentamientos callejeros con la policía. En febrero tomó posesión un gobierno de coalición conservador presidido por un alto miembro del Parlamento europeo, Valdis Dombrovskis. El objetivo de su gobierno era mantener el rumbo de la austeridad. «No enfrentamos a una bancarrota nacional. Va a ser duro»,[56] dijo Dombrovskis a la nación. ¿Qué otra alternativa había? El legado del período soviético aún se cernía sobre Letonia. Georgia era un recordatorio de ello. Los países bálticos tenían que elegir entre la hegemonía occidental o la oriental. Desde los años noventa habían conseguido avanzar milagrosamente bajo el amparo de la UE y la OTAN. Al menos en lo que respectaba a la clase política letona, su intención era seguir así.

III

Ante la doble crisis de 2008, la reacción en Europa del Este no fue uniforme. Los países bálticos mantuvieron el rumbo. El nacionalismo húngaro se rebeló. Pero en ningún lugar fue el doble impacto más contundente que en Ucrania. La coincidencia de una escalada de la tensión geopolítica entre Rusia y Occidente con la crisis financiera asestó un duro golpe a su frágil sistema de gobierno. El recorrido hasta llegar a la crisis ucraniana de 2013 fue intrincado, pero el camino que emprendería ya estaba trazado cinco años antes.

En la primavera de 2008, la decisión del presidente ucraniano Viktor Yushchenko de solicitar la adhesión a la OTAN, aplaudida con entusiasmo por la administración Bush, Polonia y los demás países de Europa del Este, dividió la política ucraniana. Mientras el presidente Yushchenko apostaba por Occidente, la primera ministra Timoshenko prefería la política de equilibrio entre Rusia y Occidente que Kiev había mantenido desde la independencia y que le había permitido amasar una fortuna personal como cabecilla del comercio de gas. La guerra en Georgia en agosto de 2008 dividió lo que quedaba del legado político de la revolución de 2004.[57] Más tarde, cuando aún faltaban algunas semanas para que se acordara el alto el fuego en el Cáucaso, Kiev se vio sacudida por la crisis financiera.

Desde la revolución de 2004, el crecimiento económico de Ucrania había pasado a depender de los préstamos del exterior. A principios de 2008, los fondos extranjeros constituían el 45 % de toda la financiación de las empresas y el 65 % del crédito a los hogares de Ucrania.[58] En total, los bancos europeos habían prestado a Ucrania al menos 40.000 millones de dólares, de los que casi la mitad procedía de bancos austríacos y franceses. El comienzo de la crisis detuvo el flujo de crédito y afectó gravemente a las exportaciones ucranianas. Uno de los legados de la época soviética, la siderurgia, representaba el 42 % de los ingresos en divisas de Ucrania. A ningún sector le perjudicó más la caída del gasto mundial en inversiones que al siderúrgico. Los precios se desplomaron y, en enero de 2009, la producción industrial estaba cayendo a una tasa anualizada del 34 %.[59] A medida que la economía ucraniana se sumía en la recesión, millones de personas se quedaron sin cobrar o fueron despedidas. De todas las economías del mundo, solo la letona sufriría una contracción más severa.

En octubre de 2008, Ucrania no tuvo más opción que seguir el ejemplo de Hungría y recurrir al FMI. Kiev firmó un paquete de créditos de 16.4000 millones de dólares. La postura del FMI no fue muy exigente para los

estándares habituales. Pidió a Ucrania que financiara íntegramente su presupuesto, fijara un tipo de cambio realista y se asegurara de que su sistema financiero fuera estable. Pero incluso esto era más de lo que Kiev podía gestionar. Se permitió devaluar el tipo de cambio, un tipo sobrevaluado de 5 grivnas por dólar a 7,7, aunque extraoficialmente cotizaba a solo 10 grivnas por dólar. Las subidas de impuestos y los recortes de los subsidios necesarios para equilibrar el presupuesto fueron enormemente impopulares.[60] Cuando en 2009 se preguntó «¿En quién recae la mayor responsabilidad por la difícil situación socioeconómica de Ucrania?», el 69 % culpó a los héroes de 2004: el 47 % señaló a Yushchenko y el 22 % mencionó a Timoshenko. El índice de aprobación de Yushchenko oscilaba entre el 2,5 y el 5 %.[61] Los resultados eran paradójicos. Por una parte, el estancamiento del desarrollo después de la guerra fría era más evidente que nunca. Todas las esperanzas de desarrollo económico estaban depositadas en una mayor integración con Occidente incluso a costa de un doloroso ajuste estructural. Por otra, en el otoño de 2009 el político más popular en Ucrania era el representante del Partido de las Regiones, prorruso y con su base en el este de Ucrania, Viktor Yanukóvich, el prepotente dinosaurio de la época de la transición cuya victoria electoral amañada en 2004 había desencadenado la revolución naranja.

El único alivio para Ucrania en 2009 fue que la tensión geopolítica entre el Este y el Oeste parecía estar remitiendo. Con Medvédev en el Kremlin, Occidente se apresuró a «retomar» las relaciones con Rusia. Pero la precariedad de la situación quedó dolorosamente al descubierto en enero de 2009, cuando una disputa entre Rusia y Ucrania por el impago de facturas y los precios del gas dejó a Ucrania sin calefacción en pleno invierno e interrumpió el suministro a través de los gasoductos que se extienden en dirección oeste hasta Europa.[62] La disputa solo se pudo resolver gracias a la mediación de la UE y a un aumento de los precios para Gazprom, lo que se convertiría en una cruz para la primera ministra Timoshenko. Aunque Ucrania no ocupaba los titulares, ya en 2008-2009 se encaminaba hacia una situación explosiva. Como señaló proféticamente el ministro de Exteriores austríaco Josef Proell en febrero de 2009: «Ucrania es un país clave y muy importante y debemos evitar un efecto dominó dentro de la UE si ocurre una catástrofe económica y política en un país vecino tan grande [...] No

vemos que este escenario se esté produciendo ahora, pero debemos estar preparados y no perder de vista a Ucrania».[63]

Capítulo 10
EL VIENTO DEL ESTE: CHINA

Aunque la consecuencia inmediata de la crisis financiera fue la imposición de una precaria tregua en los viejos campos de batalla de la guerra fría europea, lo que sorprendió en 2008 fue ver hasta dónde estaban dispuestos a llegar ambos bandos. En Moscú no iban a olvidar el irresponsable intento de expansión de la OTAN y el enfrentamiento con Georgia. Rusia había puesto en práctica el anuncio que Putin hizo en Múnich de que el tiempo de la unipolaridad se estaba acabando. Y los estadounidenses sabían que era verdad. Pero cuando pensaban en la multipolaridad, no pensaban en primer lugar en el maltrecho régimen de Putin, sino en China. Y también los mejores analistas de Rusia.[1] La posibilidad de una crisis sino-estadounidense era evidente para ambas partes. Y la inesperada tormenta en el sistema financiero del Atlántico Norte exacerbó aún más la tensión.[2] Pero Pekín y Washington evitaron el desastre. Ninguna parte quería asumir la clase de riesgos que generó el violento enfrentamiento en el Cáucaso.

En 2008, la opinión pública china se alarmó al descubrir que su valiosa cartera de activos en dólares contenía no solo títulos del Tesoro, sino también deuda de las GSE, emitida para financiar la expansión del crédito hipotecario estadounidense. Al igual que en Rusia, la opinión pública china estaba indignada. ¿Por qué financiaba la pobre China los excesos de Estados Unidos? Como muestra de su impaciencia, Pekín permitió a sus portavoces realizar declaraciones drásticas e inusualmente claras. China dejó claro que si Estados Unidos permitía la caída de las GSE, sería una «catástrofe».[3] Hacia finales de 2008, la revista *The Atlantic* consiguió una entrevista con el locuaz gestor de un fondo soberano chino.[4] El resultado fue una sorprendente revelación de un mundo al revés. Gao Xiqing señaló que en los últimos meses el mundo había observado cómo Estados Unidos, «tras meses y meses de luchar contra vuestra propia ideología, contra vuestro orgullo y arrogancia», finalmente había puesto en práctica «uno de los grandes dones de los estadounidenses, que es ser pragmáticos». La Fed y el Tesoro habían intervenido a una escala masiva para estabilizar la

economía financiera, por lo que ahora, según dijo bromeando Gao, cuando los chinos miraban a Estados Unidos, lo que veían no era una democracia capitalista, sino un «socialismo con rasgos estadounidenses».

Por muy incisivo que pudiera ser, el análisis de Gao no era suficientemente marxista. Solo la ideología y la vanidad habían impedido lograr una solución en septiembre y octubre de 2008. Había habido intereses en juego. La convocatoria del «comité ejecutivo de la burguesía» no podía ser nunca una tarea sencilla. Pero por entonces Gao no era un teórico del partido. Era un alumno de la Facultad de Derecho de la Universidad Duke y en su currículum figuraba que había trabajado para el bufete de abogados de Richard Nixon en Wall Street. Con o sin teoría, su opinión sobre el cambiante equilibrio de poder era perspicaz. «Esta generación de estadounidenses está tan acostumbrada a vuestra supremacía, a que todo el mundo os trate bien. Duele pensar que, vale, ahora tenemos que estar en pie de igualdad con otros pueblos. “En pie de igualdad” implica necesariamente que a veces hay que inclinarse para parecer humilde a otras personas [...] La pura verdad hoy es que vuestra economía se basa en la economía mundial. Y se basa en la ayuda, la ayuda gratuita, de muchos países. Así que por qué no venís y... No voy a decir que os postréis [risas], pero al menos, sed amables con los países que os prestan dinero. ¡Hablad con los chinos! ¡Hablad con Oriente Medio! ¡Y retirad vuestras tropas!»

Como demostró la asombrosa victoria electoral de Barack Obama, muchos estadounidenses estaban de acuerdo con Gao. Y, en realidad, la saliente administración Bush estaba haciendo todo lo posible por ser «amable». Lo que realmente querían los chinos era una garantía total del Estado para la deuda de Fannie Mae y Freddie Mac. Esto habría tenido terribles consecuencias para la situación fiscal del Gobierno estadounidense, añadiendo de golpe más de 5 billones de dólares a la deuda pública. Fannie Mae había sido privatizada durante la guerra de Vietnam por una razón. Pero cuando puso a las GSE bajo tutela, el secretario del Tesoro Paulson hizo lo mejor que pudo hacer. Aunque indignó al ala derechista del Partido Republicano, la élite directiva sabía que era indispensable. El orgullo no impidió que el presidente Bush telefoneara a Pekín para transmitir el mensaje en persona.[5]

Los chinos redujeron sus participaciones de las GSE, pero no se deshicieron de ellas como Rusia; simplemente se limitaron a reducirlas a los niveles del verano de 2007, antes de que Gao y sus colegas hubieran puesto

en marcha su desacertado programa de diversificación de reservas. Mientras tanto, las adquisiciones chinas de títulos del Tesoro aumentaron. El total de valores estadounidenses en manos de China continuó aumentando de 922.000 millones de dólares en junio de 2007 a 1,464 billones dos años más tarde.[6] Tampoco fue una sorpresa. El pánico y la crisis convirtieron los títulos del Tesoro estadounidense en el activo más deseado del planeta. Todo el mundo quería seguridad. Los precios de los títulos del Tesoro estaban aumentando y los rendimientos se dispararon, y también el dólar. Si China quería diversificar para no depender de sus activos en dólares, aquel era el momento de hacerlo. Había una demanda mundial insaciable de activos seguros en dólares. Pero la crisis reveló que las opciones de China eran limitadas. ¿Qué otros activos seguros podía comprar? La compra de bonos japoneses habría creado una relación que podría ser aún más explosiva. Los mercados europeos de bonos no eran lo suficientemente profundos. China y Estados Unidos estaban inevitablemente vinculados. Su interdependencia estaba condicionada estructuralmente y esto no solo era válido para las inversiones extranjeras, sino también para el comercio.

I

En vista de la magnitud del éxito de las exportaciones chinas y de su acumulación de activos extranjeros, los analistas occidentales tienden a creer que el crecimiento de China «depende de las exportaciones». Pero se trata de un efecto óptico que refleja nuestra recalcitrante visión centrada en Occidente. Las exportaciones son importantes para China y su incorporación a la economía mundial ha transformado el comercio mundial. Sin embargo, su economía nacional ya era grande antes de la crisis y estaba creciendo con extraordinaria rapidez, mucho más que sus mercados exteriores. China se había convertido en un líder en exportaciones, pero con ello también había impulsado la importación de productos básicos y componentes de Australasia, Oriente Medio, África, el resto de Asia y Latinoamérica, así como tecnología y maquinaria avanzada de Occidente. Una gran parte del valor de las exportaciones de China, en las que era un líder mundial, se debía a las materias primas y los subcomponentes importados. Como consecuencia, las exportaciones netas representaban un porcentaje más pequeño del crecimiento del PIB chino antes de 2008 de lo que se podría imaginar. En realidad, no más de una tercera parte del

crecimiento chino desde 1990 correspondía a las exportaciones; dos terceras partes se debía a la demanda interna.[7] Era un equilibrio muy diferente al de una economía realmente dependiente de las exportaciones, de la que Alemania era el ejemplo por antonomasia. Con una inversión y un consumo internos lentos, la mayor parte del crecimiento de Alemania después de 2000 se debió a la demanda externa. En China, el principal motor del crecimiento fue, con diferencia, la enorme oleada de inversiones internas. Mientras las ciudades chinas se expandían y modernizaban sus infraestructuras a un ritmo asombroso, la reconstrucción física del país arrastraba consigo a toda la economía china.

En 2008, el inmenso dinamismo de la demanda interna y la posición central de China como eje comercial regional del este de Asia hizo pensar a algunos analistas que Asia podría estar a punto de «desvincularse» de Estados Unidos y Europa.[8] En la primavera de 2008, mientras el resto del mundo se encaminaba a una recesión, la principal preocupación de Pekín era que la economía china crecía demasiado deprisa. El consumo estaba creciendo a una tasa de más del 20 % anual. El Banco Popular de China subió los tipos de interés y el gobierno endureció la política presupuestaria para frenar el *boom*. Entre tanto, se reorganizó la maquinaria gubernamental para concentrar en superministerios centralizados la responsabilidad de un crecimiento nacional más equilibrado.[9] Lo que nadie tuvo en cuenta fue la fuerza del desplome del comercio mundial. Mientras en julio de 2008 las exportaciones chinas registraron un crecimiento del 25 %, las importaciones un 30% y la IED un 65% anual, seis meses más tarde las exportaciones disminuyeron un 18 %, las importaciones más del 40 % y la IED un 30 %. El retroceso fue asombroso. Aunque las exportaciones normalmente solo representaban una tercera parte del crecimiento de China, las consecuencias fueron graves. En el otoño de 2008, la corporaciones surcoreanas y taiwanesas empezaron de pronto a suspender sus operaciones en China.[10] Al mismo tiempo, algunos bancos occidentales ávidos de efectivo, como Bank of America, UBS y RBS, vendieron y se retiraron. Pero no eran más que pequeños inconvenientes si se comparan con el impacto de la caída de los pedidos de las exportaciones en el mercado laboral chino. Al acercarse el invierno de 2008-2009, el 30 % de la enorme cifra anual de licenciados universitarios del país, 5,6 millones cada año, no conseguía encontrar trabajo. El ejército de reserva de decenas de millones de migrantes rurales corrió aún peor suerte. Durante el Festival del Medio Otoño en octubre de

2008, 70 millones regresaron a sus hogares en las provincias, de los que solo 56 millones volvieron a las ciudades después de la pausa. Según estimaciones del Banco Mundial, 11 millones de ellos no tenían trabajo. En total, al menos 20 millones de trabajadores chinos, y quizá hasta 36 millones, permanecían inactivos.[11]

Pekín, siempre alerta para detectar señales de malestar social, sabía que tenía que reaccionar. Ya el 5 de noviembre el Consejo de Estado convocó una reunión de urgencia para acordar un programa de gasto por valor de 4 billones de yuanes (586.000 millones de dólares), una cifra destacable que ascendía al 12,5 % del PIB de 2008. Complementaba los planes de inversión ya existentes y debía desembolsarse a finales de 2010. Fue la primera respuesta fiscal a gran escala a la crisis mundial. El domingo 9 de noviembre de 2008, cuando se reveló el plan a la prensa, el Consejo de Estado declaró: «En los dos últimos meses, la crisis financiera mundial se ha estado agravando a diario [...] Debemos actuar con rapidez y mano firme para ampliar las inversiones».[12] La declaración del Consejo de Estado se vio reforzada por una orden del partido, el «Documento Central n.º 18», que reclamaba un «plan de medidas para responder a la crisis financiera mundial». La palabra utilizada para referirse a las medidas para combatir la crisis fue un término antiguo de la época de Mao, *jihua*, o plan, en lugar del término más novedoso para designar a los programas o iniciativas gubernamentales de menor calado, *guihua*, que se había generalizado desde 2006.[13] Las instrucciones a la prensa exigían informar para «mantener el optimismo, evitar el pánico y contribuir a mejorar la confianza de los consumidores».[14]

En noviembre de 2008, la política fiscal se impulsó en China con la clase de urgencia que Occidente reservaba para las iniciativas de los bancos centrales y los rescates bancarios. Se trataba del enfoque de la «fuerza máxima» de Tim Geithner, pero aplicado al gasto público en lugar de a la política monetaria. La Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma, el principal organismo de la política económica china, pidió a la administración local «aprovechar cada segundo». El Documento Central n.º 18 obligó al aparato local del partido a ponerse en marcha. El «Documento Central n.º 18», en palabras de un destacado analista estadounidense, «aumentó la sensación de urgencia, transmitiendo la idea de que era correcto derribar los obstáculos habituales para gastar dinero». Durante los días siguientes, se convocaron apresuradamente reuniones provinciales del

partido en toda China para «aprovechar la favorable oportunidad creada por la política presupuestaria expansionista y la política monetaria "adecuadamente laxa"», según declaró un comité de Shandong. La tarde del 11 de noviembre, en el condado de Wugong, en la provincia de Shaanxi, se reunió un «pequeño grupo directivo del condado para la aplicación del Documento Central n.º 18» para aprovechar al máximo «una oportunidad extremadamente rara y valiosa». El objetivo era, según declaró el grupo directivo del condado, «concentrar nuestras fuerzas y actuar con celeridad, fortalecer nuestros vínculos con las autoridades provinciales y municipales, y asegurarnos de que lleguen más proyectos clave de inversión a nuestro condado [...] Nuestra prioridad actual es conseguir más financiación para proyectos». En un año, esta movilización del partido consiguió poner en marcha el 50 % de los proyectos de estímulo de China.

La reconstrucción tras el terrible terremoto de Sichuán en mayo de 2008, que había causado más de setenta mil muertos y dejado a millones de personas sin hogar, se convirtió en un foco de atención principal. Tras el seísmo aumentaron los reproches públicos y el activismo popular, que denunciaba el deterioro de muchos de los edificios públicos de China y exigía que se remediara. Para los dirigentes locales del partido, las medidas de estímulo inmediatas eran una oportunidad para reafirmar su autoridad.[15] La promesa de «desarrollismo científico» de la Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma ofrecía un marco programático más amplio.[16] Los fondos se concentrarían en diez sectores, como la sanidad, la educación (en especial en las regiones occidentales relativamente desfavorecidas y más disputadas políticamente), las viviendas sociales en la periferia de las gigantescas ciudades nuevas de China, la protección del medio ambiente, la innovación tecnológica, las autopistas, la electrificación urbana, la red de distribución de carbón y los ferrocarriles. El equipo directivo del presidente Hu Jintao, con una mentalidad populista, había iniciado un debate sobre la reforma del sistema de salud ya en 2005, a raíz de la crisis del SARG. Había que hacer algo para remediar las flagrantes disparidades en materia de cobertura sanitaria entre las zonas rurales y urbanas.[17] Tras varios años de discusiones, la emergencia económica de 2008 orientó súbitamente las decisiones hacia un sistema centrado en el gasto del gobierno central. El 7 de abril de 2009, Pekín anunció que se ampliaría la cobertura sanitaria del 30 al 90 % de la población china y que se asignarían fondos del gobierno central para pagar la construcción de dos mil hospitales de condado y cinco

mil centros clínicos municipales. Se trataba de la mayor expansión en materia de asistencia sanitaria de la historia mundial hasta la fecha y estaba «estrechamente relacionada con el paquete de estímulo». Pekín estaba satisfecho de aprobar el gasto en hospitales, clínicas y subsidios públicos para el seguro médico «porque la preocupación por los déficits a corto plazo» se había «esfumado [...] La crisis económica [...] ha brindado una oportunidad que ha posibilitado un planteamiento fiscal más agresivo de las políticas sociales».[18]

El gigantesco aumento del gasto de estímulo también sufragó el que posiblemente sea el proyecto de infraestructura más espectacular de la última generación en cualquier lugar del mundo, la construcción de la red de trenes de alta velocidad (TAV) china. En la primera fase del crecimiento chino se había dado prioridad a la motorización y la construcción de carreteras. Ahora el ferrocarril pasó a primer plano. Tras «tomar prestada» la tecnología de los pioneros de los TAV (Japón, Alemania y Francia), China puso en marcha un programa que eclipsaba todas las iniciativas anteriores. Entre 2008 y 2014, la red ferroviaria adaptada para circular a velocidades de 250 kilómetros por hora o más se amplió de 1.000 kilómetros a 11.000. La duración del viaje desde Pekín hasta Shanghái se redujo a cuatro horas y media para un trayecto de 1.300 kilómetros, frente a las 7 horas que el Acela, el orgullo del Amtrak estadounidense, tarda en recorrer los 730 kilómetros que separan Boston de Washington D. C. China no solo fue pionera en trenes ultrarrápidos capaces de circular a 360 kilómetros por hora. Las economías de escala que abrió el masivo programa de construcción también convirtieron a China en el líder tecnológico en la construcción de líneas ferroviarias y viaductos.[19] Enormes máquinas avanzaban lentamente tendiendo las vías de manera continua, kilómetro tras kilómetro, a través de un sinfín de pilares prefabricados de hormigón. Según estimaciones del Banco Mundial, los costes de construcción de China eran una mínima parte de los de Europa y América del Norte aun teniendo en cuenta que los costes laborales y el precio del suelo eran más bajos.

Tras las espectaculares Olimpiadas de 2008, la celeridad y la escala del estímulo fiscal fueron una demostración más de la capacidad de movilización del régimen comunista. Resulta difícil evitar comparaciones odiosas cuando se contrasta con la lentitud de muchos Estados occidentales. Cuando Barack Obama era candidato a la presidencia y también como

presidente recién investido, se refirió a menudo a los grandes avances en infraestructuras de China.[20] Pero este merecido elogio no debe ocultar las tensiones que acechaban bajo la superficie. En China, el estímulo era sumamente controvertido. A muchos analistas les parecía que la economía china, impulsada por la crisis en Occidente, se estaba viendo arrastrada en la dirección equivocada. ¿Era el estímulo una espectacular demostración del poder del Estado o una prueba más de la adicción de la élite de poder china a un modelo de crecimiento insostenible?[21]

II

La tasa de crecimiento de China era la envidia del mundo. Pero en el país, en vista de los enormes costes sociales y medioambientales, las opiniones eran más dispares. El objetivo de la jefatura de Hu Jintao cuando asumió sus funciones en noviembre de 2002 había sido dar una nueva prioridad al consumo y al nivel de vida de los hogares. Tras una década de crecimiento superrápido, los chinos estaban hartos del gran desarrollo industrial.[22] Pero el fuerte crecimiento impulsado por las inversiones no es un hábito fácil de abandonar. Cinco años más tarde, en marzo de 2007, en una intervención extraordinariamente sincera ante la Asamblea Popular Nacional, el primer ministro Wen Jiabao alertó de que «el mayor problema de la economía china» seguía siendo que el crecimiento era «inestable, desequilibrado, descoordinado e insostenible».[23] Cuando Pekín anunció las medidas de estímulo para responder a la crisis de 2008, impulsó con tanta fuerza las infraestructuras ferroviarias de alta tecnología y la asistencia sanitaria porque quería impedir las asociaciones con los estereotipos del fuerte crecimiento industrial. El gobierno estaba decidido a evitar las «inversiones frívolas o especulativas». «No se gastará ni un céntimo en la expansión de la producción en serie o de sectores muy contaminantes y que requieran un uso intensivo de recursos», insistió Zhang Ping, director de la Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma. Todos los esfuerzos se centrarían en «ámbitos concretos que promoverían y consolidarían la expansión del crédito al consumo».[24] Tras el anuncio del estímulo de noviembre, en diciembre de 2008 el Consejo de Estado presentó un «Dictamen sobre el estímulo de la circulación y la expansión del consumo», en el que detallaba veinte medidas para impulsar el consumo. Se ofreció a los 220 millones de hogares rurales de China descuentos financiados por el

Estado para comprar dos grandes electrodomésticos, como televisores, aparatos de aire acondicionado, lavadoras y frigoríficos.[25] Como en 2008 el hogar rural medio ingresaba menos de 16.000 renminbis (RMB; aunque RMB y yuan se utilizan indistintamente, el RMB se refiere a la moneda china como tal, mientras que el yuan son las unidades en que se realizan las sumas), poder comprar un ordenador o un televisor en color por 7.000 RMB era un gran avance. No obstante, en un horizonte temporal de entre dos y tres años, los 140.000 millones de RMB prometidos por Pekín eran un poderoso incentivo.[26]

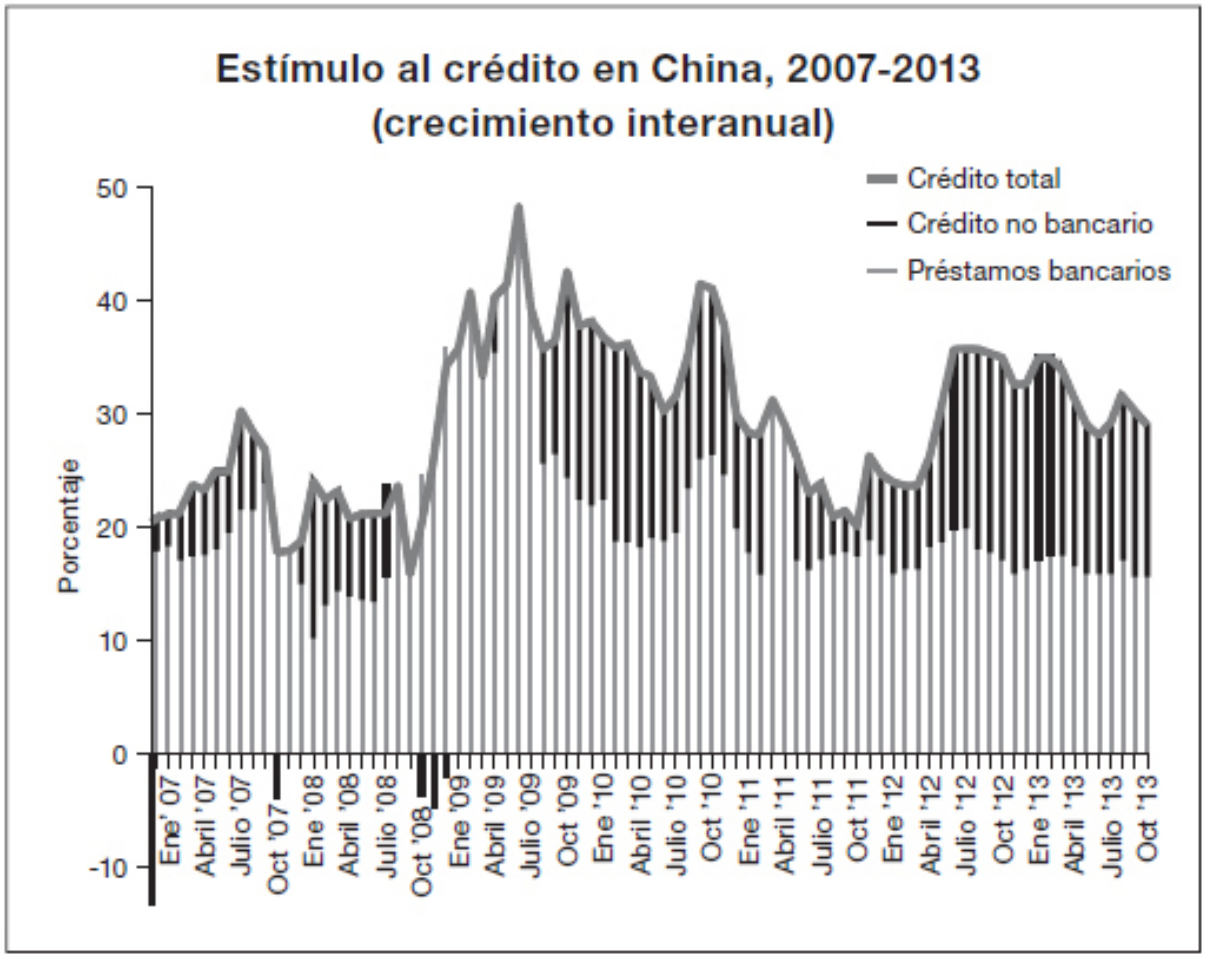
Los objetivos de los dirigentes chinos eran evidentes. Es tentador imaginar a un todopoderoso Estado unipartidista poniendo en práctica estas prioridades en todo el país. Pero en realidad, la capacidad del gobierno central chino está muy limitada por el gigantesco tamaño del país y las complejidades de la nación más poblada del planeta. Aunque la responsabilidad de recaudar impuestos recae en el gobierno central, el gasto controlado directamente desde Pekín no ha representado más de entre el 4 y el 5 % del PIB desde los años noventa, una cifra muy baja en comparación con la de Estados Unidos o Europa. En China, el 80 % del gasto público se efectúa a escala regional y local, donde ha aumentado entre 1994 y 2008 del 8 al 18 % del PIB, pese a que la renta nacional de China se ha multiplicado por cinco.[27] El régimen funciona de manera descentralizada y a través de mecanismos indirectos, que amplifican su poder y amplían su alcance, pero también distorsionan y exageran las intenciones de Pekín.

Del estímulo de 4 billones de yuanes anunciado por el gobierno central en noviembre de 2008, solo 1,18 billones de yuanes provendrían directamente de los fondos centrales. El resto procedería de los gobiernos locales, una ratio de 1:3, que se correspondía aproximadamente con el equilibrio general entre el gasto central y el local. El carácter descentralizado del Estado hacía que la movilización del Partido Comunista y su aparato nacional fueran tan vitales. El Documento Central n.º 18 reactivó las redes que unían al Partido Comunista, los gobiernos locales y los intereses empresariales. Fue precisamente este nexo el que a lo largo de la última generación había contribuido a sobrealimentar el espectacular crecimiento económico de China. Pero esa misma combinación también fue responsable en buena medida del carácter desequilibrado de dicho crecimiento. Para cumplir un objetivo o una cuota central, siempre habría una autovía regional, un complejo residencial, un puente o un polígono

industrial que construir y ganancias que obtener con ello. Esta reacción en cadena era justamente lo que preocupaba a quienes abogaban por un modelo de crecimiento más equilibrado cuando se lanzó el plan de estímulo. El estímulo decretado por el gobierno central daría vía libre a las excavadoras de la maquinaria de infraestructuras. Los resultados confirmaron los peores temores de los críticos. En la provincia de Hubei, con una población de 57 millones de habitantes y un PIB regional de 225.000 millones de dólares en 2009, había proyectos en construcción en 2010 cuyo costo se estimaba en 363.000 millones.[28] Había previstos otros 390.000 millones y 450.000 millones para 2011 y 2012. Eso significaba que una sola provincia china con una población similar a la del Reino Unido y un PIB del tamaño del de Grecia estaba promoviendo un programa de inversiones mayor que ningún estímulo jamás puesto en marcha en Estados Unidos. Un mes después de la iniciativa de noviembre del Consejo de Estado, dieciocho provincias chinas habían presentado proyectos cuyo presupuesto total ascendía a 25 billones de RMB, seis veces más que el estímulo propuesto originalmente y el equivalente a más del 80 % del PIB chino.[29] La propuesta de gasto no solo era colosal, sino que, dentro del sector empresarial, fueron las empresas públicas las que se hicieron cargo. Desde los años noventa, el eje de la política central había sido reducir la mano de obra y hacer que estos vehículos de la política comunista de desarrollo económico fueran más eficientes.[30] Ahora, bajo el signo del estímulo, las empresas públicas volvían a situarse al frente del crecimiento chino.

Es indudable que el impulso del gasto fue masivo. Pero desde un punto de vista económico, la cuestión fundamental era cómo se iba a financiar. Esta es la pregunta clave en cualquier «estímulo» de la política fiscal. Si el gasto se sufraga mediante un incremento de los impuestos, se impide un aumento del poder adquisitivo. La concesión de créditos mediante la emisión de bonos absorberá el ahorro privado, lo que puede hacer que las carteras de los dueños de la riqueza privada se alejen de otras inversiones. La generación de crédito es la única manera segura de financiar las medidas de estímulo si el objetivo es reactivar de inmediato una economía subempleada. El estímulo de Pekín fue especialmente eficaz justamente porque combinó un enorme gasto público con una espectacular flexibilización de la política monetaria.

En China, no solo muchas de las grandes empresas industriales estaban controladas por el Estado, sino que también el sector bancario estaba sujeto a la influencia directa del banco central.[31] Cuando el Banco Popular de China (BPC) quiere controlar el crédito, no solo fija los tipos de interés. También establece cuotas de concesión de créditos para cada uno de los bancos principales. Para manipular el flujo crediticio también puede utilizar coeficientes de reservas más altos o más bajos y mayores niveles de «esterilización» de sus intervenciones en el mercado de divisas. Todos estos mecanismos también habían sido habituales en Occidente en el pasado, legados de la segunda guerra mundial. Sin embargo, a partir de los años setenta, se empezó a abandonar progresivamente la regulación directa del crédito bancario en Occidente. Estos instrumentos de control bancario dieron a Pekín una extraordinaria ventaja a la hora de afrontar la crisis de 2008. En septiembre y noviembre de 2008, el BPC revirtió la subida de la primavera y redujo drásticamente los tipos de interés casi un 5 %. Después anunció que, para el año 2009, multiplicaría por dos el objetivo de la concesión de créditos, de 4.7 billones de RMB a 10 billones de RMB. Los coeficientes de reservas se recortaron hasta un 25 % para los bancos más pequeños. Se trataba, según anunció el Comité de Política Monetaria del BPC en abril de 2009, de una «política monetaria convenientemente laxa» para mantener las prioridades del estímulo.[32]



Fuente: Yukon Huang y Canyon Bosler, «China's Debt Dilemma», 2014, gráfico 1, http://carnegieendowment.org/2014/09/18/china-s-debt-dilemma-deleveraging-while-generatinggrowth-pub-56579. Datos: UBS.

Los bancos respondieron. Solo el Banco de China concedió préstamos por valor de 1 billón de yuanes en la primera mitad de 2009. Le seguirían el Banco Agrícola de China, el Banco de Construcción de China y el Banco Industrial y Comercial de China. En total, en el primer trimestre de 2009, la concesión de créditos ascendió a 4,6 billones de yuanes, de los que 3,433 billones de yuanes correspondían a los cuatro bancos principales. Se concedieron más créditos nuevos en tres meses de los que el estímulo fiscal oficial concedería en los dos años siguientes. Mientras tanto, se instó a los gobiernos provinciales y municipales a trabajar con bancos locales. El mecanismo principal para financiar el gasto local eran las llamadas sociedades de inversión municipales o vehículos de financiación de los gobiernos las «tropas de choque del estímulo». Se asignó a estas entidades

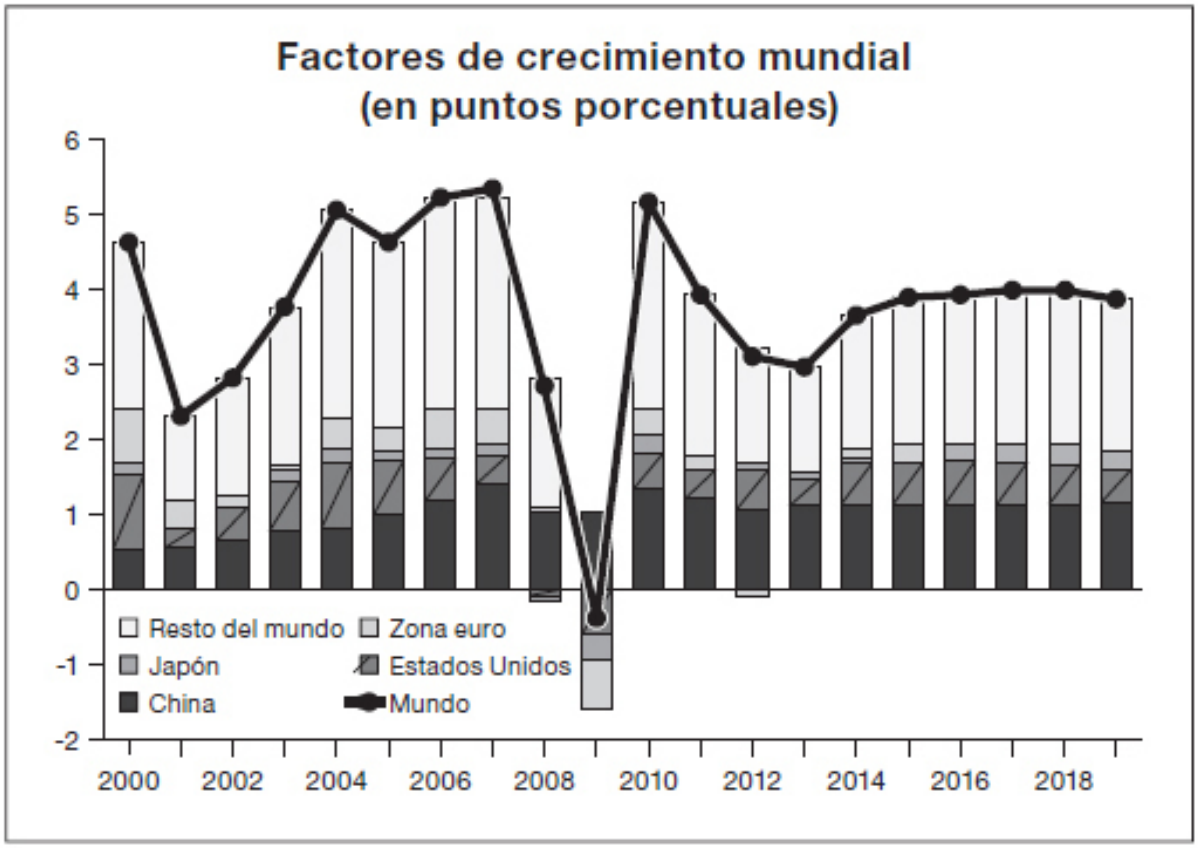
instrumentales terrenos municipales que usaban como garantía para financiar proyectos de desarrollo.[33] Entre 2008 y 2010, la deuda de la administración local se dispararía de 1 billón de RMB (146.000 millones de dólares) a unos 10 billones de RMB (1,7 billones de dólares).[34]

En el momento álgido del estímulo, en la primera mitad de 2009, se concedieron nuevos préstamos por valor de 7,37 billones de RMB. Esto representaba un aumento del 50 % con respecto al año anterior, que también había sido un año de expansión de la actividad económica. Al final del año, el volumen total de créditos alcanzó los 9,6 billones de yuanes.[35] Si añadimos el déficit público en todos los niveles al crecimiento de los préstamos bancarios por encima de la expansión del 15 % anual que había sido la norma en China en los años anteriores, podemos hacernos una idea de la escala del estímulo chino. En 2009, sus dimensiones eran extraordinarias: 950.000 millones de yuanes de déficit, 467.000 millones de financiación adicional de bonos y 5 billones en préstamos bancarios por encima del nivel de crecimiento anterior para un estímulo total de 6.487 mil millones de RMB, o el 19,3 % del PIB.[36]

Big Bang: préstamos bancarios y programas de estímulo fiscal en China, 2008-2010

Estímulo (miles de millones de RMB)	**2008**	**2009**	**2010**
Déficit presupuestario	111	950	650
Nuevos préstamos bancarios netos	252	5.070	1.936
Financiación neta en nuevos bonos	251	467	–232
Total	**614**	**6.487**	**2.354**
Estímulo (% del PIB)			
Déficit presupuestario	0,40 %	2,80%	1,60 %
Nuevos préstamos bancarios netos	0,80 %	15,10 %	4,90 %
Financiación neta en nuevos bonos	0,80 %	1,40%	–0,6 %
Total	**2,00%**	**19,30%**	**5,90%**

Fuente: C. Wong, «The Fiscal Stimulus Program and Problems of Macroeconomic Management in China», tabla 4, https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:4b8af91e-89c7-4a25-be7c-2394cd 3c4e9b. Datos: China Data Online.



Fuente: S. Barnett, «China: Size Matters», FMI (blog), https://blogs.imf.org/2014/03/26/chinasize-matters/

El gigantesco impulso adicional al crecimiento se llevó a cabo a través de diversos canales. Pero fue dirigido por el Estado e impuesto desde arriba, y complementó la ya enorme tasa de crecimiento de China. La escala de la intervención, cuando se examina en su conjunto, no tenía precedentes ni en la época de Mao ni durante el comunismo soviético. En las economías capitalistas occidentales solo se habían producido enormes movilizaciones de esta clase en tiempos de guerra. La tasa de inversión en la economía china se acercó al 50 % de PIB, un nivel rara vez visto antes, por no decir nunca. Bastó para contrarrestar incluso la peor crisis del comercio mundial.[37] La tasa de crecimiento de China en 2009, del 9,1 %, fue ligeramente inferior a la de 2008 y muy superior a la de cualquier otro lugar del mundo. Y dado el tamaño que había alcanzado la economía china, fue decisivo. En 2009, por primera vez en la época moderna, el movimiento de la economía china fue el que soportó toda la economía mundial. El estímulo fiscal y financiero de China, junto con la enorme provisión de liquidez de la

Reserva Federal estadounidense, fue la principal fuerza que contrarrestó la crisis mundial. Aunque no fueron unas medidas coordinadas, hicieron realidad la visión de un G2, China y Estados Unidos, liderando el mundo.

III

En vista de las conclusiones geopolíticas que se pueden extraer del hecho de que China «adelantara» a Estados Unidos, cabe señalar que la movilización de 2008 no formaba parte de ningún plan maestro. Fue una respuesta hiperactiva a una emergencia imprevista que golpeó a China desde el exterior. El origen de ese impacto negativo estaba en Occidente. Liberó fuerzas dentro de China que hicieron que su economía tomara un rumbo que los dirigentes de Pekín habían estado intentando contrarrestar y que era muy impopular en el país. Y el espectacular impacto del estímulo tuvo consecuencias políticas y geopolíticas, y también económicas.

La espectacular intervención estatal encajaba bien con los discursos populares del ascenso de China. A comienzos del siglo XXI, los espectadores chinos estaban enganchados a una dieta masiva de ofertas televisivas y cinematográficas que abordaban la cuestión del auge y la decadencia de las grandes potencias.[38] En internet se produjo un aumento espectacular de los debates públicos sobre la «grandeza de China» y el «modelo chino».[39] En el resto del mundo, las encuestas realizadas por el reconocido centro de sondeos de opinión estadounidense The Pew Charitable Trusts mostraron un cambio radical en la percepción popular de cuál era el centro de gravedad mundial. Cuando el impacto de la crisis económica se empezó a notar, el número de encuestados que identificaban a Estados Unidos como la economía dominante en el mundo empezó a disminuir drásticamente. En 2010, multitud de encuestados tanto en Estados Unidos como en Europa identificaban a China como la «primera economía mundial».[40] En el plano material, fortaleció al Partido Comunista y a las coaliciones para el crecimiento forjadas en torno a él. Debido al carácter descentralizado del poder, el carácter de estas coaliciones era heterogéneo, desde la hipermodernidad de Shanghái hasta el neomaoísmo del «modelo Chongqing» de Bo Xilai. Sin embargo, lo llamativo era que se trataba de coaliciones mayoritariamente civiles. A diferencia de otros ejemplos históricos de grandes explosiones de crecimiento, el estímulo chino no fue un impulso militar-industrial.

Al contrario que algunas zonas subordinadas a la red mundial de Estados Unidos, como por ejemplo Japón o Alemania, China tenía una visión convencional del poder nacional. Daba por sentado que la autonomía nacional implicaba autonomía en materia de política de seguridad. Gracias al *boom* de la economía china, el gasto en defensa aumentó como en todo lo demás. Ya en 1999 se había reestructurado el complejo militar-industrial para aumentar la competitividad. En 2005-2006, el ejército chino elaboró un importante programa de modernización tecnológica.[41] Sin embargo, no era más que un reconocimiento de hasta qué punto China iba a la zaga. El ejército estaba sobredimensionado e infradotado desde el punto de vista tecnológico. Una sociedad que accede a la riqueza masiva con tanta rapidez como estaba ocurriendo en China no es un hábitat agradable para una profesión mal retribuida como la de soldado. En lugar de reclutar a novatos, el ejército chino necesitaba tecnólogos, pero escaseaban y eran caros. El equipamiento y las infraestructuras militares estaban muy por debajo de los de los ejércitos occidentales y su nivel era inferior al fijado por el pujante sector empresarial chino. Y aunque, en términos absolutos, el gasto militar de China aumentó con rapidez, se estancó en el 2 % del PIB durante toda la crisis, la mitad del nivel mantenido por Estados Unidos desde el 11 de septiembre. Cuando se aplicó el programa de estímulo de corte civil en 2008-2009, la parte correspondiente a los gastos militares del total del gasto público se redujo a la mitad, del 12 al 6 %.[42]

Estos datos eran de dominio público, pero el sismógrafo de Washington reacciona sensiblemente ante cualquier desafío. Cuando en marzo de 2009 una flotilla de arrastreros chinos hostigó a un buque de reconocimiento naval estadounidense cerca de la isla de Hainan, el incidente no tardó en ser interpretado como una señal de que escalaba la confrontación.[43] Los primeros encuentros de la administración Obama con los chinos fueron fríos. El secretario del Tesoro Geithner provocó risas entre los estudiantes nacionalistas de la Universidad de Pekín cuando declaró que la deuda estadounidense era «muy segura».[44] Como señaló un analista estadounidense, «2009-2010 serían recordados como los años en los que para el mundo se volvió difícil tratar con China».[45] Aún no estaba claro si ello reflejaba ambiciones geopolíticas, pero para los estrategas de Washington D. C. esto era secundario.[46] Lo importante era la economía en sí. Washington estaba convencido de que la capacidad militar de China aumentaría con el tiempo, al igual que su ambición. Lo que sustentaba a

ambas era su espectacular crecimiento económico y lo decisivo era la capacidad de Pekín para controlarlo. En este sentido, la crisis financiera supuso un momento de transición, tanto en el Occidente como en la propia China. A tenor de la respuesta de Pekín a la crisis de 2008, su emergencia como una fuerza decisiva en los asuntos internacionales era innegable. Y también otra constatación que se hizo evidente en 2008: aunque China no dependía de las exportaciones, su interdependencia con Occidente era enorme. Tenía cierto grado de control, pero no estaba aislada. Desde principios de los años 2000, la aspiración de Washington había sido convertir a China en un «participante responsable» en la economía mundial. Ahora la cuestión era la inversa. Tras la crisis, lo que Pekín quería saber era qué podía esperar de Estados Unidos. Como le dijo Gao al entrevistador de *The Atlantic*: «¿Por qué no nos reunimos y pensamos en ello? Si China tiene 2 billones de dólares [en activos estadounidenses], Japón tiene casi 2 billones de dólares y Rusia tiene algunos, más todos los demás, entonces dejemos de lado las diferencias ideológicas y pensemos en lo que es bueno para todos. Podemos juntar a todas las personas relevantes e inventar lo que la gente denomina un segundo sistema de Bretton Woods, como ocurrió en la primera conferencia de Bretton Woods».[47]

Capítulo 11 EL G20

Las medidas de estímulo chinas beneficiaron a todos sus socios comerciales, desde Australia hasta Brasil.[1] La cuota de comercio de China aumentó en todo el mundo.[2] Sin embargo, tras haber reconocido la magnitud y la trascendencia de las iniciativas chinas, es importante no caer en la trampa de permitir que eclipse todo lo demás. Si sustituimos una visión occidental estrecha por una centrada en China, no podemos comprender el dramatismo y la complejidad de la transición a un mundo realmente multipolar. Diez años después de las crisis de deuda de los mercados emergentes, en 1997-1998, lo impresionante de 2008 fue la respuesta política en las economías emergentes. En la sesión de la Asamblea General de la ONU celebrada en Nueva York en septiembre de 2008, los latinoamericanos fueron quienes más levantaron la voz. Pero en la respuesta a la crisis, fue la «emergente Asia» la que marcó el ritmo.

I

La crisis financiera asiática había empezado en el verano de 1997 en Tailandia y desde allí se había extendido por el Sureste Asiático hasta Indonesia, Malasia y Singapur antes de recorrer 3.000 kilómetros hacia el noreste para desatar el caos en Corea del Sur. Tras un año de grave recesión, Tailandia, Indonesia, Malasia y Corea volvieron a crecer en 2000. De un PIB combinado en 1997 de 2,3 billones de dólares en términos de paridad de poder adquisitivo (PPA), en 2008 la producción de estas cuatro economías prácticamente se había duplicado hasta los 4,4 billones.[3] Esto les otorgó peso en la economía mundial comparable en términos de PPA a Francia e Italia juntas o a California más Texas. En cuanto a la política económica, las economías del este de Asia fueron estudiantes ejemplares. Tras aprender las lecciones comúnmente recomendadas tras las crisis de los años noventa, adoptaron políticas de austeridad y acumularon enormes reservas de divisas. Indonesia, donde la crisis de 1998 había desencadenado la caída de la dictadura de Suharto, llegó incluso a adoptar una camisa de fuerza fiscal inspirada en los criterios de Maastricht de la UE.[4] Aunque esta

disciplina era restrictiva, especialmente para una economía en desarrollo necesitada de inversiones públicas, cuando la crisis golpeó en 2008, las regiones del sureste y el este de Asia tenían margen de maniobra.[5] Y lo necesitaban. Aunque la crisis no tuvo su origen en Asia, esta era muy vulnerable a las perturbaciones mundiales.

Más riesgo corría en 2008 Corea del Sur, cuyos famosos líderes empresariales de la exportación, los *chaebol* (Daewoo, Hyundai, Samsung), y sus enormes acerías, astilleros y fábricas de automóviles sufrieron un brusco golpe. «Somos daños colaterales en una crisis que no es obra nuestra. Vivimos en un mundo injusto», comentó un profesor de la Universidad de Corea en Seúl.[6] Sin embargo, por muy real que sea esta sensación de victimización, no refleja la compleja realidad de Corea del Sur. Lo que distinguió a Corea del Sur en Asia, y ocasionó al país una vulnerabilidad similar a la del este de Europa o Rusia, fue la integración global de su sistema financiero.[7] Tras la crisis de los años noventa, el banco central surcoreano se había asegurado de acumular amplias reservas de divisas, 240.000 millones de dólares en el verano de 2008, pero esto no acabó con las vulnerabilidades del sistema financiero coreano. A diferencia de lo que ocurrió en Europa, las hipotecas de alto riesgo no fueron el problema. La tenencia de títulos hipotecarios estadounidenses tóxicos ascendía únicamente a 850 millones de dólares.[8] El problema no estaba en los activos del balance, sino en la financiación. Desde principios de los años 2000, Seúl se había promocionado como un centro financiero regional para el noreste de Asia. Había liberalizado los flujos de divisas y capitales. Una gran parte de la banca surcoreana era propiedad de inversores extranjeros y los bancos de Corea habían adoptado el nuevo e inestable modelo de la financiación mayorista, pidiendo prestado a corto plazo en los mercados mundiales de dólares para realizar inversiones a largo plazo con tipos de interés más elevados en Corea. El éxito de las exportaciones surcoreanas y la constante apreciación del won frente al dólar hicieron que el país resultara aún más atractivo. El problema para los *chaebol* era proteger sus ingresos en dólares por las exportaciones contra la devaluación. Una forma de hacerlo fue solicitar préstamos en dólares e invertir en activos coreanos, reembolsando los préstamos en dólares a unos tipos de interés más favorables en el futuro.[9] La operación era rentable si la financiación en dólares a corto plazo seguía siendo barata y los tipos de interés continuaban variando según lo esperado. En junio de 2008, como consecuencia de esta

táctica de cobertura, las empresas surcoreanas tenían 176.000 millones de dólares en préstamos en dólares a corto plazo, un aumento del 150 % desde 2005. El sector bancario debía 80.000 millones de dólares, que se tenían que reembolsar para el verano de 2009.

Cuando los mercados de préstamos en dólares a corto plazo cerraron en todo el mundo y el dólar repuntó, la lógica del arbitraje de tasas de interés entre el won y el dólar se invirtió abruptamente. Mientras las empresas coreanas se apresuraban a cubrir su exposición al dólar, se desató un ciclo desastroso. La compra preventiva de dólares provocó un desplome inmediato del valor del won. Cuando las tenencias de divisas nacionales se acercaron peligrosamente al umbral psicológico de los 200.000 millones de dólares, aumentó el pánico.[10] Entre el verano de 2008 y mayo de 2009 el won cayó de 1.000 a 1.600 con respecto al dólar, incrementando un 60 % los costes locales de los préstamos estadounidenses en dólares. Únicamente la pequeña Islandia en bancarrota sufrió una depreciación más drástica. El coste de asegurar bonos en dólares contra impagos (primas de CDS) para los prestatarios coreanos se disparó de los 20 puntos básicos (el 0,2 % del valor del préstamo) en el verano de 2007 a los 700 en octubre de 2008.[11] Añadir un 7 % a la carga de interés de un bono bancario descartaba préstamos adicionales en el futuro inmediato. Incluso los bancos con respaldo estatal, como Woori, se encontraron con los mercados de repos cerrados.

Ningún otro país de Asia experimentó simultáneamente la caída drástica de las exportaciones, la devaluación y la restricción de liquidez a gran escala que afectó a Corea del Sur en 2008. No obstante, el impacto en toda la región fue dramático. En Tailandia, el colapso financiero coincidió con la escalada de una crisis política que culminó en enormes manifestaciones, la ocupación del aeropuerto de Bangkok por manifestantes de clase media y, en diciembre de 2008, la destitución por vía judicial del gobierno presidido por el Partido del Poder del Pueblo, asociado al oligarca y ex primer ministro exiliado Thaksin Shinawatra. Las exportaciones de bienes y servicios, sobre todo el turismo, representaban casi el 70% de PIB, por lo que los disturbios civiles hicieron que la economía tailandesa fuera vulnerable.[12] En el tercer trimestre de 2009, las exportaciones tailandesas se habían reducido un 25 % con respecto al mismo período del año anterior. En el caso de Malasia, la dependencia de las exportaciones era aún mayor: el 103 % de PIB.[13] El hecho de que el valor de las exportaciones superara al

PIB era posible porque Malasia, aún más que China, era un centro de ensamblaje para fabricantes mundiales abastecido por materias primas y subcomponentes importados. En el verano de 2008-2009, el sector manufacturero globalizado de Malasia se estaba contrayendo un 17,6 %. Las fábricas de montaje de productos electrónicos estaban registrando una contracción interanual del 44 %. A diferencia de Tailandia y Malasia, en Indonesia, el país más grande y pobre de la ASEAN (por sus siglas en inglés), las exportaciones solo representaban el 20 % de PIB, pero consistían en productos básicos, cuyos precios se desplomaron desde el verano de 2008.

En el caso de las economías asiáticas afectadas principalmente por la crisis de las exportaciones, la respuesta política fue sencilla: medidas de estímulo fiscal y monetario. Ninguna de las reacciones fue comparable a la de China, pero aun así fueron impresionantes. En Tailandia, tras el «golpe judicial» de diciembre de 2008, tomó posesión un nuevo gobierno estrechamente relacionado con la élite de Bangkok, la familia real y el ejército. Estaba presidido por Abhisit Vejjajiva, educado en Eton y Oxford. En vista del impacto de la crisis en la economía muy abierta de Tailandia y de su necesidad de lograr legitimidad, Abhisit puso en marcha de inmediato un programa de estímulo. La primera fase, anunciada en enero de 2009, ascendía a 116.700 millones de baht, o el 1,3 % del PIB, y daba prioridad al consumo popular, incluidos «cheques para salvar a la nación» distribuidos por la Administración de la Seguridad Social, bonificaciones para las personas mayores y subvenciones a la educación pública. Al mismo tiempo, el Banco de Tailandia redujo drásticamente los tipos de interés al 1,25 %, frente al 12,5 % que habían alcanzado durante la crisis de 1998, y ordenó a seis bancos estatales que se apresuraran a conceder préstamos, sobre todo a las pequeñas empresas. Pero el plan de enero solo era el comienzo. Cuando la gravedad de la crisis se agudizó, Abhisit incrementó la escala del estímulo a un notable 17% del PIB de 2009, 40.000 millones de dólares, que se desembolsarían a lo largo de los cuatro años siguientes. En 2009, el déficit presupuestario aumentó del 1 % al 5,6 % del PIB.[14]

En comparación con sus vecinos, que dependían enormemente de las exportaciones, Indonesia disfrutó de cierto grado de aislamiento de la perturbación mundial. Pero también era el Estado más grande con diferencia de la región y para su gobierno central era extremadamente difícil desplegar recursos de manera eficaz en sus vastos territorios

insulares. Yakarta, con el ex ministro de Hacienda y gobernador del Banco de Indonesia Boediono a la cabeza como vicepresidente, optó por un estímulo basado en gran medida en la reducción de impuestos, en lugar de en el gasto público.[15] Esto significaba que, de una población activa de 97 millones y su vibrante masa de 48 millones de pequeñas empresas, solo se beneficiarían los 10 millones de trabajadores y las 200.000 empresas que estaban dados de alta. No obstante, dentro del sector el impacto fue considerable. Los recortes fiscales ascendieron al 1,4 % del PIB ajustado a la PPA. Puede que no parezca mucho, pero en vista del modesto presupuesto del gobierno central indonesio, equivalía al 10 % del gasto público.

Como en el caso de Tailandia, la crisis afectó a Malasia en un momento de cambio político. El partido nacionalista gobernante estaba atravesando una crisis sucesoria. No fue una coincidencia que, cuando el Gobierno del primer ministro Abdullah Ahmad Badawi se desintegró, el hombre que pasara a sucederle fuera el enérgico ministro de Hacienda Najib Razak. No tardó en atribuirse el mérito de un estímulo de 16.400 millones de dólares que fue puesto en marcha en la primavera de 2009. Era «la mayor iniciativa de estímulo económico que Malasia haya emprendido jamás», la cual, cuando se incluían las reducciones fiscales y las garantías, ascendía al 9% del PIB.[16] Se promocionó como un importante paso para rejuvenecer el Nuevo Modelo Económico, que supuestamente había orientado el desarrollo de Malasia desde la independencia. Malasia, impulsada por la inversión extranjera y el *boom* petroquímico, confiaba en catapultarse a la categoría de una economía plenamente desarrollada al nivel de Singapur, su envidiable vecino. Hubo reducciones fiscales y el banco central bajó los tipos de interés, pero los principales impulsores del programa fueron el Ministerio de Hacienda y el Khazanah Nasional, el fondo soberano malasio. Uno de los principales vehículos para la concesión de créditos fue el 1Malaysia Development Berhad (1MDB), un fondo concebido para canalizar los petrodólares del Golfo en el desarrollo nacional de Malasia y actuar como contraparte en los proyectos de desarrollo de infraestructuras de la red de suministro eléctrico de China, la State Grid Corporation. En el momento de su puesta en marcha, el programa de Najib obtuvo una amplia aclamación internacional. Malasia fue ascendida del puesto decimoctavo al décimo en la clasificación mundial de competitividad publicada por el International Institute for Management Development y atrajo grandes

inversiones de Goldman Sachs y Citigroup. La oficina de Goldman en Singapur se mostró especialmente ansiosa por ayudar, con una enorme emisión de bonos por valor de 6.500 millones de dólares del 1MDB. Solo posteriormente, gracias a las investigaciones de *The Wall Street Journal* y *The New York Times*, saldría a la luz que 1MDB no era únicamente un vehículo para el desarrollo económico de Malasia y suculentos honorarios para Goldman. También sirvió para desviar miles de millones de dólares de la corrupción del primer ministro malayo.[17]

Toda Asia tuvo que hacer frente a la crisis de las exportaciones. Lo que diferenciaba a Corea del Sur era la emergencia en su sector financiero. Para ayudar a contrarrestar el cierre de los mercados de financiación en dólares, el Estado coreano se vio obligado a destinar en octubre de 2008 100.000 millones de dólares a garantías de préstamos extranjeros y al menos 30.000 millones a otras medidas de liquidez y apoyo. La movilización coreana para luchar contra la crisis en el otoño de 2008 no se limitó al gobierno. Los principales exportadores coreanos, como la siderúrgica Posco, Hyundai Motor y Samsung Electronics, vertieron centenares de millones de dólares en la bolsa de Seúl para aliviar la presión sobre el won.[18] El sistema de pensiones del Estado coreano se ofreció a comprar bonos bancarios para mitigar los problemas de financiación. Entre tanto, el presidente de Corea, Lee Myung-bak, ex presidente de la división de construcción de Hyundai, pidió a sus ciudadanos que redujeran el consumo de combustibles fósiles importados y destinaran sus ahorros personales en dólares a salvar el won. Las colas en las casas de cambio eran una grata demostración de patriotismo y una señal alarmante de la gravedad extrema de la situación. Entre tanto, el Banco de Corea intervino activamente en los mercados de divisas, en un intento desesperado por frenar la caída del won. Sin embargo, lo más eficaz para detener el pánico fue la ayuda del exterior.[19] El 30 de octubre, el Banco de Corea anunció la apertura de una línea de *swap* de 30.000 millones de dólares con la Fed, lo que permitía subastar dólares en cantidades abundantes. Con las bolsas ya libres del estado de pánico, Seúl podía dedicarse a restablecer el sector bancario. A principios de 2009, el Gobierno surcoreano inyectó otros 55.000 millones en liquidez para respaldar los préstamos interbancarios y apartó 23.000 millones para reestructurar los bancos y los préstamos no productivos. Después añadió un fondo de 7.800 millones para estabilizar el mercado de bonos y un fondo de 31.300 millones para reestructurar las empresas. Mientras tanto, el

presidente Lee hizo honor a su apodo, «el Bulldozer», y empezó 2009 con un enorme programa de construcción, presupuestado en 94.000 millones de dólares durante un período de cuatro años.[20] Entre los proyectos principales figuraban grandes inversiones en energía nuclear, mejoras del sistema ferroviario y el favorito del presidente, el proyecto de restauración de los cuatro grandes ríos, de 15.000 millones de dólares, para recuperar los lechos fluviales y construir un nuevo sistema de presas. [21] Lee prometió que Corea del Sur no solo alcanzaría un crecimiento del 7%, una renta per cápita de 40.000 dólares y lograría la séptima posición en la clasificación mundial de economías nacionales («7-4-7» era su lema), sino que se consolidaría como un pionero del «crecimiento verde».

En el este y el sureste de Asia, la respuesta a la crisis de 2008 marcó un hito histórico. Frente a su humillante dependencia del FMI y la administración Clinton en la crisis de 1997, países como Tailandia, Malasia y Corea del Sur habían alcanzado un nuevo nivel de autonomía. Al igual que en China o en Occidente, no se reducía únicamente a una cuestión de competencia tecnocrática, aunque tenían de sobra. Las grandes iniciativas de estímulo fueron totalmente políticas. Pero independientemente de los intereses locales que movilizaran en cada caso, las respuestas políticas de los mercados emergentes asiáticos fueron eficaces. Y esta nueva capacidad de recuperación fue reconocida en Washington. Una de las razones para que las autoridades de la Fed abogaran por una línea de *swap* para Corea del Sur fue que creían que Seúl ya no estaba dispuesto a recurrir al FMI. Era mejor dar la bienvenida discretamente a Corea del Sur a la mesa principal en lugar de arriesgarse a un enfrentamiento politizado que podría trastocar los mercados mundiales frágiles. [22] Las economías asiáticas se recuperaron con rapidez y no tardaron en atraer nuevos flujos de capital extranjero. Además, dos de ellas, Corea del Sur e Indonesia, salieron de la crisis siendo miembros de pleno derecho de una nueva organización específicamente concebida para reflejar la compleja realidad de una economía mundial multipolar.

II

El G20 le debía su existencia a una iniciativa puesta en marcha en diciembre de 1999 por el entonces secretario del Tesoro estadounidense Larry Summers y el primer ministro canadiense Paul Martin. Su idea era

crear un foro para la gobernanza mundial que fuera más representativo que las instituciones de Bretton Woods, como el FMI y el Banco Mundial, pero no tan inmanejable como las Naciones Unidas. Veinte miembros parecían un número redondo. Según cuenta la historia, la lista la elaboraron Timothy Geithner, el ayudante de Summers (por entonces a cargo de los asuntos internacionales en el Tesoro), y Caio Koch-Weser, ex director gerente del Banco Mundial y después en el Ministerio de Hacienda alemán. Con los datos del PIB, la población y el comercio mundial a mano, fueron repasando la lista «marcando algunos países y tachando otros: Canadá sí, España no, Suráfrica sí, Nigeria y Egipto no, Argentina sí, Colombia no, etc.».[23] Una vez que el G8 aprobó la lista, se enviaron invitaciones a los Ministerios de Hacienda y a los bancos centrales pertinentes. No hubo conversaciones ni consultas previas. Los países ricos decidieron crear un club más grande y pidieron a doce nuevos miembros que se unieran. Se simplificó la gobernanza mundial.

Durante los años 2000, el G20 funcionó como un foro al máximo nivel de expertos técnicos.[24] Las reuniones solían ser superficiales y algunos ministros de Hacienda ocupados optaban por no asistir. Pero Paul Martin no cejaba en su empeño de conseguir que el G20 se convirtiera en una verdadera cumbre de dirigentes. No sorprendió a nadie que sufriera el bloqueo de la administración Bush, que prefería tratar bilateralmente con China o, si no, formar coaliciones elegidas *ad hoc*. Por tanto, distaba mucho de ser una conclusión inevitable que este foro intergubernamental *ad hoc* se llegara a convertir en la plataforma mundial a través de la cual las principales economías del mundo responderían a la crisis financiera. Cuando el presidente Sarkozy intervino en la Asamblea General de la ONU en septiembre de 2008, pidió que se ampliara el G8 a un G13 o un G14, incorporando a China, India, Suráfrica, México y Brasil. Francia y Japón preferían un grupo más pequeño, ya que esto optimizaba su ventaja. Fue el primer ministro de Gran Bretaña, Gordon Brown, quien retomó la propuesta y, tras la reunión de la Asamblea General en septiembre de 2008, convocó una reunión imprevista en Nueva York para determinar una posición común sobre la Casa Blanca. Las cuestiones eran cómo conseguir que Estados Unidos se subiera a bordo y a quién incluir. Gran Bretaña prefería el formato del G20, al igual que Australia, Canadá y los latinoamericanos. Tras el caos descoordinado de los rescates bancarios de septiembre y principios de octubre, la administración Bush valoraba de un modo distinto

la necesidad de cooperación. Lo que la Casa Blanca quería evitar era una asamblea mundial en Nueva York bajo los auspicios de la ONU, que sin duda estaría llena de detractores de la administración Bush. Los estadounidenses preferían una reunión en Washington, donde el FMI podía aportar un cariz solemne a los actos. Aunque, por tradición, el FMI estaba presidido por un europeo, el derecho a voto está ponderado en función de las aportaciones financieras, lo que otorgaba a Estados Unidos derecho a veto. Se trataba de un modelo mundial con el que la administración Bush podía vivir. La invitación a la primera reunión de jefes de gobierno del G20 se envió finalmente el 22 de octubre y convocaba una reunión el 14 de noviembre. En su etapa final, la administración Bush, que había dado mala fama al unilateralismo, inauguraría a regañadientes un nuevo capítulo del multilateralismo internacional.

Para los nuevos miembros del elitista círculo, como Australia, Brasil, Corea e Indonesia, el G20 era una novedad emocionante. Para Estados Unidos, auguraba al menos una coordinación mínima entre las grandes economías. Para China era un mecanismo práctico para conseguir influencia mundial sin tener que aceptar una carga excesiva de responsabilidad. Pero el G20 distaba mucho de contar con la aprobación universal. Según informó *Der Spiegel*, para el ministro noruego de Exteriores Jonas Gahr Støre, la formación de una oligarquía de Estados con relevancia mundial era uno de los mayores reveses a la organización internacional desde la segunda guerra mundial.[25] Según sus palabras, «el espíritu del congreso de Viena [1814-1815], donde se reunieron las grandes potencias para gobernar eficazmente el mundo, no tiene cabida en la comunidad internacional actual. El G20 carece de legitimidad y debe cambiar». Eran palabras fuertes, pero en cierto modo estaban fuera de lugar. El congreso de Viena fue una convención reaccionaria para restablecer el Antiguo Régimen tras la Revolución Francesa y Napoleón. El G20 era un club exclusivo, sin duda, pero un club nuevo, con miembros nuevos, cuyo ascenso a la prominencia mundial bien podía molestar a un pequeño Estado europeo como Noruega. El principio rector del G20 no era la lógica del equilibrio de poder o la legitimidad tradicionalista del Antiguo Régimen, ni, para el caso, la lógica del globalismo que atrajo a los partidarios del New Deal de Roosevelt en 1945. El G20 era un reflejo del nuevo mundo que el crecimiento económico globalizado había creado desde los años setenta. Las naciones del G20 podían representar solo al 10 % de los países

miembros de la ONU y al 60 % de la población mundial, pero eran responsables del 80 % del comercio y el 85 % de PIB mundiales, y esos porcentajes iban en aumento. No había ninguna pretensión de igualdad dentro del G20, y menos aún con los Estados ajenos al mismo. Pero los miembros del G20 al menos se reconocían entre sí como elementos del sistema económico mundial que eran demasiado importantes como para que no se los tuviera en cuenta. En la ONU, la exclusividad del G20 dio lugar a una especie de contramovimiento. Sin embargo, cuando la Asamblea General de la ONU convocó en 2009 a su propio comité sobre la crisis económica global, el G20 lo ignoró.[26]

Las críticas a la ONU eran que se trataba de un foro de debates vacíos o una tribuna para el pavoneo mundial. La creación de un consejo ampliado de los «20 grandes» con todos los protagonistas principales prometía un enfoque más pragmático. Pero ¿sería la gobernanza mundial al estilo del G20 distinta? La primera reunión del G20, celebrada en Washington el 15 de noviembre de 2008, no fue alentadora. Se asignó muy poco tiempo. Los dirigentes se fueron turnando pronunciando declaraciones preparadas. Después de que los veinte participantes hubieran utilizado cada uno sus quince minutos, las cinco horas asignadas se habían acabado. El nivel de firmeza, relevancia y sofisticación de las declaraciones varió de unas a otras. Los alemanes, los australianos y los canadienses estuvieron acertados. Sarkozy se pavoneó y exigió que se adoptaran medidas en la ronda de negociaciones comerciales de Doha, pese al hecho de que la defensa francesa de la agricultura europea era uno de los mayores obstáculos para avanzar en la liberalización del comercio mundial. El primer ministro italiano Berlusconi no tenía nada que decir sobre la economía, pero al menos deseó lo mejor al presidente saliente Bush. Para ser un foro «mundial», seguía habiendo demasiados europeos en la mesa. [27] Brasil y Argentina disfrutaron de su momento de fama. Tenían intereses personales y querían dedicar unas últimas palabras de despedida al presidente Bush.

En lugar de mantener un debate de fondo, los dirigentes dieron el visto bueno a una larga lista de 95 compromisos previos, incluido un acuerdo para celebrar un segundo encuentro en la primavera. Y tal vez lo más importante, se hablaba en términos enérgicos de la necesidad de mantener abierto el comercio mundial. No habría una barra libre proteccionista, como en los años treinta. También se acordó abandonar una visión estrecha de la idoneidad fiscal y no desincentivar los déficits, pero no se llegó a ningún

acuerdo sobre un estímulo mundial coordinado. Al parecer, la importancia del G20 radicaba en que sería la vía a través de la que las «grandes potencias» establecerían el programa para el cambio en otras instituciones globales. En noviembre de 2008 el FEF (el foro mundial de reguladores bancarios) y el FMI llegaron a un acuerdo para que el FEF definiera nuevas normas para los reguladores principales, el FMI supervisara su aplicación y todas las organizaciones financieras ampliaran el número de miembros e incluyeran a las nuevas y enérgicas economías emergentes.

III

Una de las razones de que la primera cumbre del G20 no pudiera hacer más fue que se reunió diez días después de las elecciones estadounidenses. Tras ocho años de control republicano de la Casa Blanca, se esperaba que el presidente electo Barack Obama marcara un nuevo tono, pero Obama se negó a eclipsar al presidente en ejercicio. No estaba claro cómo iba a enfocar Obama los asuntos económicos internacionales cuando tomara posesión del cargo. Esto permitió a otros proyectar sus fantasías en la próxima administración estadounidense. Gordon Brown había presionado mucho para conseguir que la segunda cumbre del G20 se celebrara en Londres. Una vez que las consignas del Nuevo Laborismo de Tony Blair habían desaparecido, Brown y su equipo estaban desesperados por asociarse con el carisma del nuevo presidente y su promesa de esperanza.[28] Pero Brown tenía una visión que iba más allá. En el verano de 1933, Londres había acogido la Conferencia Económica Mundial. Convocada para curar las heridas de la Gran Depresión, fracasó debido a la actitud de la Alemania nazi, las divisiones entre Gran Bretaña y Francia, y el giro aislacionista de los primeros tiempos del New Deal de Roosevelt. Londres había simbolizado en 1933 el declive hacia la desintegración y el nacionalismo económico que arruinaron el decenio siguiente. Brown estaba decidido a evitar un destino similar. En su lugar, Londres hizo todo lo posible por vender el G20 de 2009 como un nuevo Bretton Woods.[29] Con los libros de historia en mente, Brown y su equipo consultaron a expertos en FDR y el New Deal. Sobre las mesitas de noche de Downing Street había biografías de John Maynard Keynes. Lo que Londres necesitaba para hacer realidad este romance histórico era que el resto del G20 le siguiera la corriente. Y las señales no eran buenas.

El nuevo equipo en la Casa Blanca no acogió de buen grado las alabanzas que le prodigaban los británicos. No tenía la paciencia para hablar de una «relación especial». La administración Obama estaba centrada en el Pacífico, no en Europa. El primer visitante extranjero en ser recibido en la Casa Blanca fue el primer ministro japonés Tarō Asō. Pero lo más importante de todo era la necesidad de centrarse en la política nacional. Obama tal vez ni siquiera se habría planteado asistir a la cumbre del G20 de no ser porque sus ayudantes habían anotado en su agenda que tenía que estar en Estrasburgo el 4 de abril para conmemorar el sexagésimo aniversario de la fundación de la OTAN. El equipo de Brown programó la cumbre del G20 de Londres dos días antes para que encajara con los planes de viaje del presidente.[30] Con vistas a preparar el terreno, Gordon Brown llegó a Washington D. C. el 3 de marzo de 2009 para mantener reuniones con Obama y pronunciar un discurso triunfante en ambas cámaras del Congreso. Habló en un tono que pasaba de lo sublime a lo trivial de lograr un «gran pacto» en Londres y de sellar «un nuevo acuerdo mundial».[31] Lo que tenía en mente era una «cumbre de 1 billón de dólares», un gigantesco estímulo orquestado para que la economía mundial saliera de la recesión. Por desgracia para la maquinaria de relaciones públicas del Partido Laborista, tan obsesionada con el control, el resto del mundo no estaba cooperando. El 14 de marzo de 2009, mientras los ministros de Hacienda del G20 se reunían en Londres para celebrar un encuentro previo a la cumbre, la canciller Angela Merkel apareció para hacer una visita. El resultado, para bochorno de Gordon Brown, fue un rechazo concertado orquestado entre Merkel y Christine Lagarde. Alemania y Francia no solo creían que un estímulo con el alcance que se rumoreaba no estaba justificado, sino que sospechaban que se estaba utilizando para dejar fuera de la agenda mundial asuntos más delicados. «A los franceses y los alemanes les preocupaba que se permitiera salirse con la suya al villano de la historia, el comportamiento de los mercados anglosajones, debido a que ahora la atención se centraba en la economía mundial.»[32] Estados Unidos querría hablar de los superávits comerciales de otros y no de sus peligrosos bancos.

Aún más desconcertante fue la reacción de China. En la primavera de 2009, Pekín se estaba impacientando con la falta de disciplina de Occidente. En su opinión, los irresponsables déficits estadounidenses habían motivado los desequilibrios mundiales y, en lugar de reducir el gasto, Gran Bretaña y

Estados Unidos estaban hablando de incrementarlo aún más. El 23 de marzo, cuando faltaba una semana para el G20, el presidente del banco central de China, Zhou Xiaochuan, sorprendió al mundo con su propia petición de un nuevo Bretton Woods.[33] Los chinos habían estado en la reunión de 1944 y conocían su historia económica.[34] Para Zhou, era el momento de revisar las decisiones fundamentales tomadas en 1944. Debido al desmesurado poder de Estados Unidos al finalizar la segunda guerra mundial, el dólar se había consolidado como la moneda de reserva mundial. Desde entonces, Estados Unidos había tenido libertad para gastar a voluntad mientras acumulaba enormes déficits. Para garantizar una verdadera estabilidad, como había defendido la propuesta de John Maynard Keynes para la delegación británica en 1944, el mundo necesitaba una unidad monetaria mundial independiente de cualquier moneda nacional. El candidato obvio, según Zhou, era la unidad contable y de crédito del FMI, el derecho especial de giro (DEG). Con esta moneda en vigor, habría una verdadera ancla de estabilidad que no estaría a merced de una única superpotencia. Sobre esta base, se podría hablar de normas obligatorias tanto para las naciones con déficit como con superávit, Estados Unidos y China.

Cabe preguntarse por qué querría el régimen chino cambiar un sistema del que se había beneficiado tan espectacularmente. Al fin y al cabo, era Pekín el que había vinculado su moneda al dólar desde los años noventa, creando lo que algunos economistas ya habían denominado «Bretton Woods 2».[35] La lectura convencional en Washington era que China se estaba beneficiando a expensas de Estados Unidos. Pero eso sería ver la situación con una mirada occidental. China había fijado su tipo de cambio en 1994 como una medida defensiva en un momento en el que Estados Unidos estaba aplicando una política responsable. En opinión de Pekín, el hecho de que hubieran comenzado a producirse gigantescos desequilibrios desde el año 2000 tenía más que ver con la temeridad fiscal de Estados Unidos que con la manipulación china de la moneda. El superávit de las exportaciones chinas distaba mucho de ser una bendición absoluta. Para Pekín, el superávit afianzaba la senda del crecimiento chino, impulsado en exceso por las inversiones, y sumía al país en una relación aún más asimétrica con Estados Unidos. Una balanza comercial más equilibrada era un concomitante natural del intento de reenfocar el crecimiento económico y orientarlo hacia el consumo interno.[36] Mientras tanto, la propuesta

monetaria del Banco Popular de China eran un disparo de advertencia a la nueva administración y una señal de que a Pekín se le estaba agotando la paciencia con Estados Unidos.

La firme propuesta china atrajo más atención que los nostálgicos recuerdos de los años cuarenta de Gordon Brown, y con razón. China no había formulado una propuesta tan audaz sobre una cuestión fundamental de la gobernanza mundial desde los tiempos de Mao. La propuesta china concordaba con las declaraciones realizadas por Francia y Rusia, que también estaban cuestionando el modelo del dólar. También encajaba con los planes que estaba elaborando la ONU y encabezaba el premio Nobel de Economía Joseph Stiglitz, quien propuso la idea de una moneda mundial basada en los DEG.[37] En Washington causó sorpresa. Cuando los periodistas insistieron, el presidente Obama afirmó que no creía que el mundo necesitara una moneda mundial.[38] Su nuevo secretario del Tesoro, Tim Geithner, no fue tan cauto. En un intento de apaciguar a los chinos, Geithner comentó informalmente que estaba «bastante abierto» a la idea de una «evolución» hacia un mayor uso de los DEG como activo de reserva mundial.[39] Los mercados monetarios temblaron. El dólar perdió 1,3 céntimos frente al euro. Y sirvió de carnaza para el ala derechista de los republicanos y los comentaristas de Fox News, que escandalizaron a sus espectadores al afirmar que la administración Obama estaba planeando sustituir el dólar por una moneda mundial.[40] Geithner aprendió una dura lección sobre las relaciones públicas. Se retractó de inmediato y acudió a las cadenas de televisión para afirmar que, en realidad, estaba de acuerdo con su jefe. El ancla de la economía mundial debía seguir siendo un dólar fuerte.

Quizá no sorprenda que la visión china de un Bretton Woods 2 no fuera incluida en la agenda del G20 de Gordon Brown. Tampoco se debatiría la realidad de la situación desde el otoño de 2008. Lejos de debilitar el dominio del dólar en las finanzas mundiales, la crisis lo había fortalecido.[41] En los mercados monetarios, la demanda de títulos del Tesoro como inversión segura había provocado una subida del dólar. La Fed, a través del sistema de líneas de *swap*, estaba respaldando la liquidez de todo el sistema bancario mundial. Si el G20 de Londres hubiera sido realmente un segundo Bretton Woods, el sistema bancario basado en el dólar, las líneas de *swap* y el nuevo papel de la Fed como proveedor mundial de liquidez habrían ocupado el centro del debate. Esto habría puesto a los europeos en una

situación difícil, ya que sus bancos figuraban entre los principales beneficiarios. Pero nadie tenía ningún interés en dar publicidad a estos frágiles acuerdos. Era mejor eliminar por completo de la agenda las cuestiones más generales sobre la arquitectura monetaria mundial.

IV

Era un acto de equilibrio delicado. Washington sabía que necesitaba cooperación, pero no estaba interesado en proclamar el papel clave que habían desempeñado la Fed y el Tesoro estadounidense desde el año anterior. Los británicos querían que el nuevo presidente se apuntara a su propia versión reducida de un G2, una relación especial recalentada. Pero esto estaba alejado de la realidad. La mañana del 1 de abril de 2009, después de que Brown y Obama hubieran desayunado juntos en Downing Street, el presidente habló con la prensa. Tras felicitar a Brown por la diplomacia que había hecho posible la reunión, Obama señaló: «Bueno, si se tratara simplemente de Roosevelt y Churchill sentados en una habitación con un brandy, sería una negociación más fácil [...] Pero ese no es el mundo en el que vivimos ni debería serlo».[42] Esa misma mañana, en Londres, Merkel y Sarkozy hicieron hincapié en la cuestión. Habían llegado pronto a la ciudad para organizar su propio desayuno de trabajo y preparar una declaración conjunta. En palabras de Sarkozy, «Francia y Alemania hablarán con una sola voz».[43] Lo que se necesitaba no era un estímulo fiscal, sino una verdadera ofensiva contra los mercados financieros mundiales. Sarkozy amenazó con marcharse si en la conferencia no se abordaba seriamente el tema de los paraísos fiscales. «Esto no tiene nada que ver con el ego, no tiene nada que ver con una pataleta —afirmó, adelantándose a la respuesta que los británicos iban a dar a cualquier crítica de Francia—. Esto tiene que ver con si vamos a estar a la altura o no de los desafíos que tenemos por delante.» Merkel, como de costumbre, dio una lección de moralidad: «Hay una tendencia a no abordar las raíces del mal. Tenemos que aprender algo de esta crisis».[44]

Cuando los líderes del G20 se reunieron esa tarde en el palacio de Buckingham, el encuentro se convirtió en un estrafalario espectáculo poblado de personajes desmesurados. Sarkozy, cuando no estaba pavoneándose, andaba ostentosamente ocupado con su teléfono móvil. Cristina Fernández de Kirchner, de Argentina, retomó la pose anticapitalista

de Washington. El italiano Silvio Berlusconi intentaba ruidosamente atraer la atención de Obama. Cuando no, solía quedarse dormido. Merkel se mostraba imperturbable e inflexible. Los chinos se atrincheraron en su posición negociadora. Varios jefes de gobierno no eran capaces de comunicarse con soltura en inglés y la mayoría tenía poco dominio técnico de la materia. Gordon Brown falto de sueño y con un episodio maníaco de euforia excesiva del que pronto sufriría una terrible recaída, mantuvo el ceño fruncido durante toda la reunión. Como presidente de la sesión a puerta cerrada, Brown actuó, a decir de todos, de un modo prepotente y exaltado que a varios de los presentes les pareció que rayaba en lo inapropiado. Tuvo suerte de tener a Obama como su agradable y comprometido segundo de a bordo. Las negociaciones estuvieron a punto de fracasar en varias ocasiones, pero aunque el proceso entre bastidores fue desagradable y a veces extraño, al final del primer día de la conferencia, el 2 abril, el segundo G20 había dado resultados.

El comunicado empezaba y terminaba con declaraciones generales sobre el alcance de la crisis y los compromisos de trabajar conjuntamente para evitar el proteccionismo y tener en cuenta los intereses del conjunto de la población, los países menos desarrollados, etc. Ese era el texto modelo. La verdadera política empezaba en serio en la parte del comunicado sobre la reforma financiera. Habría un nuevo Consejo de Estabilidad Financiera mundial, que formularía una mejora de las regulaciones y disciplinaría a las ineficaces agencias privadas de calificación crediticia. Con ello el G20 confirmaba su papel como órgano rector *de facto*, que establecería la agenda del Comité de Basilea, el FMI y otros organismos de la gobernanza mundial. Como los franceses y los alemanes estaban dispuestos a bloquear las conversaciones acerca de un estímulo fiscal coordinado y había una especie de conspiración de silencio en torno al papel de la Fed en la inyección mundial de liquidez, Brown y Obama pondrían en marcha su impulso expansivo a través del FMI. El ambicioso director del FMI, Dominique Strauss-Kahn, estaba encantado de que el FMI fuera a desempeñar un papel principal. Pero en vista de los préstamos que había contraído desde el otoño anterior y la cuantía de sus compromisos en Europa del Este, el FMI necesitaba reponer sus recursos con urgencia. Un memorándum interno elaborado en enero de 2009 sugería que el FMI necesitaría en el peor escenario, si aumentaba su lista de clientes de dos a dieciséis, una aportación de nuevos recursos de al menos 300.000 millones

de dólares.[45] El secretario del Tesoro Geithner, fiel a su doctrina de la «fuerza abrumadora», presionó para que la cifra fuera mucho mayor. El escollo era que Asia y América Latina solo aceptarían un acuerdo para ampliar los recursos del FMI si se redistribuían los derechos de voto. En abril de 2008, los derechos de voto en el FMI ya se habían modificado como resultado de dos rondas de reformas un 5,4 %. Corea, Singapur, Turquía y China se beneficiaron de los mayores aumentos. Pero China seguía teniendo solo el 3,81 % de los votos e India el 2,34 %. En Londres se llegó a un acuerdo para una redistribución del 5 %, en gran parte a expensas de los europeos. Esto permitió conseguir suficiente apoyo para un aumento de los recursos del FMI realmente espectacular. El FMI recibiría de los miembros 250.000 millones de dólares de nueva financiación inmediata. Habría hasta 500.000 millones en Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos, con los que el FMI obtenía créditos de los Estados miembros bajo demanda. Y finalmente habría una emisión de 250.000 millones de DEG para todos los miembros del FMI.[46] Brown conseguía con ello la «cifra global abultada y redonda de 1 billón de dólares» que tanto ansiaba.[47] No era un estímulo keynesiano convencional, sino la culminación de las lecciones aprendidas desde el grave ciclo de crisis internacionales que comenzó en 1994 en México. El FMI contaba con las armas necesarias para hacer frente a las consecuencias de una crisis bancaria transnacional del siglo XXI.

Sin embargo, el G20 todavía no había llegado a buen puerto. El escollo en la última tarde fueron los paraísos fiscales. Tanto Sarkozy como Merkel insistieron en que se debía actuar para luchar contra los *paradis fiscaux*. Obama había incluido este asunto en su campaña. Gordon Brown, sensible a los intereses de la City de Londres, estaba menos interesado. Los chinos fueron los más inflexibles. Macao y Hong Kong actuaban como canales para la fuga de capitales desde la China continental. Pero, para Pekín, el cierre de esa puerta causaría graves peleas entre la oligarquía china. Además, habida cuenta de su defensa del nacionalismo antiimperialista, China no iba a permitir que sus antiguas posesiones coloniales fueran sometidas a nuevo régimen de supervisión internacional controlado por occidentales. La soberanía no era un asunto negociable. Cuando solo faltaban unos minutos para que los jefes de gobierno se dispersaran, el G20 de Brown estuvo a punto de descarrilar debido al enfrentamiento entre los franceses y los chinos. Brown estaba muy ocupado con sus obligaciones

como presidente y no podía escaparse para negociar un acuerdo paralelo. Como había pocas probabilidades de que Francia o China se dejaran intimidar por los subordinados de Downing Street, ni siquiera por los más gritones, intervino Obama y convenció a ambas partes para que aceptaran un compromiso que salvara las apariencias, en virtud del cual el G20 «tomaría nota» de una lista negra de paraísos fiscales elaborada por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), una organización de la época del Plan Marshall a la que China no pertenecía y a la que podía ignorar.

Sarkozy, satisfecho con el acuerdo, no tardó en recuperar el programa que había lanzado en la ONU el mes de septiembre anterior. Se marchó de la última sesión antes que el anfitrión para ser el primero en ponerse ante las cámaras. Durante unos instantes, al menos, el presidente francés posó como el líder de un G20 unido. Como precalentamiento de su actuación gaullista, anunció que se «había pasado una página» de la historia del «capitalismo anglosajón». La época de la desregulación había tocado a su fin. Era una señal del éxito de Brown que Sarkozy tuviera tantas ganas de robarle el protagonismo. Se habían evitado los desacuerdos y el fracaso. Brown, exhausto, se dirigió a una audiencia televisiva mundial de mil millones de personas, según sus optimistas cálculos, y comunicó la noticia de que las principales potencias del mundo habían aunado fuerzas. Habían acordado actuar de manera concertada. Obama estaba contento de afirmar que «[a] todas luces, la cumbre de Londres ha sido histórica».[48] Las decisiones que habían tomado eran «más audaces que ninguna otra respuesta a una crisis que se recuerde [...] hay que esperar y ver si son suficientes». Angela Merkel se mostró menos entusiasta. Admitió que se trataba de un «compromiso muy muy bueno, casi histórico. Esta vez el mundo no reacciona como en los años treinta. Es una victoria de la cooperación internacional».[49]

La cumbre del G20 de Londres no fue puro teatro. La incorporación de un grupo clave de mercados emergentes a la política económica mundial fue una verdadera innovación. La ratificación del acuerdo del FMI demostraría ser especialmente importante. Paradójicamente, en los años siguientes resultaría ser un recurso vital para Europa. Pero si este era el futuro de la gobernanza mundial, entonces tal vez las mofas del congreso de Viena no estaban del todo desencaminadas. Para Londres era emocionante recibir al nuevo y glamoroso presidente de Estados Unidos y los

desaparecidos elementos de la Cool Britannia de los años noventa tuvieron una presencia destacada. El mensaje de confianza que emanó de la reunión y el enorme impulso a los recursos del FMI eran buenas noticias, sobre todo para los mercados financieros de Londres, Nueva York, Tokio y Shanghái, los medios a su servicio y los inversores de todo el mundo, grandes y pequeños. Pero a la hora de hablar de las cuotas en el FMI o de los paraísos fiscales, ni a los británicos ni a los estadounidenses les gustaba la participación pública, y menos aún a los chinos o los saudíes. Como acto político, la cumbre fue un hermético conciliábulo de poder ejecutivo, celebrado en los cavernosos búnkeres del centro de conferencias ExCeL y protegido de las decenas de miles de manifestantes por una masiva movilización policial.[50] Durante los enfrentamientos en la City de Londres, un vendedor de periódicos sin hogar resultó herido de muerte por la policía, lo que avivó las indignadas protestas contra las tácticas policiales represivas. En el interior de la sala de conferencias, Gordon Brown demostró al mundo que era idóneo para el cargo de secretario del Tesoro, aunque su posición como primer ministro de Gran Bretaña parecía cada vez más precaria. De hecho, a los asesores de Brown les preocupaba que su jefe, tras haberse acostumbrado a pensar en billones, pudiera estar perdiendo el contacto con la rutinaria realidad de un país de tamaño mediano que se adentraba en una profunda recesión.

Pese a que abogaba por un estímulo a escala mundial, en casa, Brown estaba acorralado. Una semana antes de la cumbre, el 24 de marzo de 2009, Mervyn King, el gobernador del Banco de Inglaterra, había declarado ante el Comité Selecto del Tesoro de la Cámara de los Comunes y sumado su voz a la de los alemanes, los franceses y los chinos en contra de cualquier estímulo fiscal sustancial. «En vista de lo grandes que son los déficits, creo que sería razonable ser prudentes a la hora de ir más lejos en el uso de medidas discrecionales para ampliar el tamaño de esos déficits», opinó.[51] King contradijo abiertamente al primer ministro, que ese mismo día estaba interviniendo en el Parlamento Europeo en Estrasburgo para pedir a los gobiernos que hicieran «cuanto fuera necesario para crear el crecimiento y los puestos de trabajo que necesitamos». Fue una intervención política extraordinariamente arriesgada del gobernador del Banco de Inglaterra, que fue más allá de la política monetaria y se adentró en el ámbito de la política fiscal, y tuvo resonancia en los mercados. Al día siguiente el Tesoro se enfrentó a la primera subasta fallida de *gilts* desde 1995.[52] Una oferta de

1.750 millones de libras en bonos a treinta años del Tesoro británico solo atrajo solicitudes de 1.670 millones de libras. La ratio de cobertura, de 0,93, era considerada la peor de la historia. La oposición apenas podía contener su *schadenfreude*. El portavoz de los *tories* Michael Gove dijo bromeando que King había «cancelado la tarjeta de crédito del primer ministro».[53] Vince Cable, del tercer partido de Gran Bretaña, los Liberal Demócratas, habló en un tono bastante melodramático de un «golpe de Estado muy británico». El gobernador del Banco de Inglaterra había enviado «sus tanques a The Mall» para «poner bajo arresto domicilio al gobierno».[54] Con el déficit presupuestario alcanzando los 118.000 millones de libras, y los mercados financieros nerviosos, el primer ministro Brown necesitaba la visión expansiva que ofrecía el G20 para ocultar su limitado margen de maniobra.

V

En vista de que la oposición de Francia y Alemania había excluido de la agenda del G20 en Londres cualquier compromiso firme sobre la política fiscal, fue toda una sorpresa que el comunicado final hablara en términos grandilocuentes de 5.000 millones de dólares de expansión fiscal que salvarían millones de puestos de trabajo y «acelerarían la transición a una economía verde».[55] De dónde salió esa cifra enorme es un misterio. A lo largo de las semanas siguientes, organismos externos como el FMI se encargaron de recopilar datos sobre los programas de gasto de emergencia que se habían puesto en marcha en todo el mundo. Los resultados fueron sorprendentes.

En total, entre 2008 y 2010 el gasto para luchar contra la crisis ascendió a 1,87 billones de dólares o 2,4 billones en términos de PPA, contando solo el gasto discrecional y las medidas para reducir la presión fiscal. No fueron 5 billones de dólares, pero aun así no tenía precedentes históricos. Todavía más sorprendente fue la distribución del gasto. Cualquiera que fuera el modo de calcularlo, en 2009 y 2010 la respuesta más impresionante a la crisis fue la de Asia y los mercados emergentes. Rusia, Indonesia, Corea, Turquía, Brasil y Argentina estaban ahora en condiciones de poner en marcha medidas fiscales realmente sustanciales.[56] Según las cifras del FMI, la repuesta discrecional de Rusia a la crisis en 2009 era más o menos equiparable a la de Alemania o la superaba en términos de PPA.[57] Y estas

cifras se quedaban muy cortas cuando se trataba del esfuerzo de China. No incluían el enorme *boom* crediticio. En comparación, pese al tamaño de la economía de la UE, la respuesta fiscal de Europa a la crisis fue irrisoria, apenas algo más del 10 % según el cálculo más generoso. Era una señal de lo que estaba por venir. El único estímulo fiscal occidental que se ponderó seriamente fue el que puso en marcha Estados Unidos.

El estímulo mundial: la respuesta fiscal discrecional del G20

	Estímulo % PIB			Estímulo en PPA, miles de millones de $				Estímulo en miles de millones de $		
	2008	2009	2010		2008	2009	2010		2008	2009	2010
Argentina	0	1,5	0	Argentina	0,0	10,6	0,0	Argentina	0,0	5,7	0,0
Australia	0,7	2,1	1,7	Australia	6,1	18,6	15,6	Australia	7,4	20,9	21,2
Brasil	0	0,6	0,8	Brasil	0,0	15,5	22,4	Brasil	0,0	10,0	17,7
Canadá	0	1,9	1,7	Canadá	0,0	24,6	23,0	Canadá	0,0	26,0	27,4
China	0,4	3,1	2,7	China	39,3	335,2	326,3	China	18,	158,3	160,6
Francia	0	0,7	0,8	Francia	0,0	15,9	18,7	Francia	0,0	18,9	21,2
Alemania	0	1,6	2	Alemania	0,0	49,8	65,5	Alemania	0,0	54,7	68,4
India	0,6	0,6	0,6	India	26,4	28,9	32,2	India	7,3	8,2	10,3
Indonesia	0	1,3	0,6	Indonesia	0,0	24,2	12,0	Indonesia	0,0	7,5	4,5
Italia	0	0,2	0,1	Italia	0,0	4,0	2,1	Italia	0,0	4,4	2,1
Japón	0,3	2,4	1,8	Japón	12,8	97,8	77,7	Japón	14,5	120,8	98,9
Corea	1,1	3,9	1,2	Corea	14,8	53,3	17,7	Corea	11,0	35,2	13,1
México	0	1,5	0	México	0,0	25,2	0,0	México	0,0	13,4	0,0
Rusia	0	4,1	1,3	Rusia	0,0	117,5	39,4	Rusia	0,0	50,1	19,8
Arabia Saudí	2,4	3,5	3,5	Arabia Saudí	26,9	37,9	42,6	Arabia Saudí	12,5	14,2	18,4
Sudáfrica	1,7	1,8	−0,6	Sudáfrica	9,9	10,4	−3,6	Sudáfrica	4,9	5,3	−2,3
Turquía	0	0,8	0,3	Turquía	0,0	8,6	3,6	Turquía	0,0	4,9	2,2
RU	0,2	1,4	−0,1	RU	4,5	30,3	−2,2	RU	5,6	32,5	−2,4
EE. UU.	1,1	2	1,8	EE. UU.	161,9	288,4	269,4	EE. UU.	161,9	288,4	269,4
				Porcentajes regionales	302,6	1.196,7	962,4	Porcentajes regionales	243,4	879,5	750,7
				China	13,0	28,0	33,9	China	7,5	18,0	21,4
				Otros en Asia	17,9	17,1	14,5	Otros en Asia	13,5	19,5	16,9
				Europa	1,5	8,4	8,7	Europa	2,3	12,6	11,9
				EE. UU.	53,5	24,1	28,0	EE. UU.	66,5	32,8	35,9
				RDM	14,1	22,5	14,9	RDM	10,2	17,1	13,9
					100	100	100		100	100	100

Fuentes: Cálculos del autor a partir del FMI, «Update on Fiscal Stimulus and Financial Sector Measures», 26 de abril de 2009, junto con datos del PIB PPA del Proyecto Maddison, http://www.ggdc.net/maddison/maddisonproject/home.htm

Capítulo 12
ESTÍMULOS

De «camino al infierno» era hacia donde se dirigía Estados Unidos.[1] Esas fueron las palabras de Mirek Topolánek, el primer ministro saliente de la República Checa, durante su intervención en el Parlamento Europeo el 25 de marzo de 2009. Lo embarazoso fue que no era simplemente otro conservador centroeuropeo. Hablaba en su calidad de presidente del Consejo Europeo días antes de la cumbre del G20 en Londres. El checo insistió en que las políticas económicas de la administración Obama iban a destruir la confianza. Los déficits en alza y las enormes ventas de bonos «socavarían la liquidez del mercado financiero mundial».[2] Eran palabras provocadoras. Todo el mundo sabía que los conservadores de ambos lados del Atlántico desconfiaban de la administración Obama, pero ¿un «camino al infierno»? Algunos se preguntaron si podría ser que los traductores lo hubieran entendido mal. *The New York Times* formó perspectiva histórica. Tal vez al haber sobrevivido a décadas de tiranía comunista Topolánek era especialmente alérgico a la intervención estatal. Al presidente Sarkozy le daba igual. Estaba furioso. ¿Cómo podía un insignificante advenedizo de Europa del Este hablar de Estados Unidos de ese modo y, encima, en nombre de Europa? En Londres, Sarkozy reprendió al checo por su tono inapropiado. Topolánek, a la defensiva, ofreció una explicación bastante menos manida y más irresistible. Lejos de haberse inspirado en los horrores del estalinismo, la frase se le ocurrió después de haber pasado una tarde escuchando el clásico del *heavy metal* «Bat Out of Hell», de Meat Loaf.[3]

Independientemente de cómo lo expresaran, lo que indignaba a los conservadores en ambos lados del Atlántico a principios de 2009 era la primera gran iniciativa legislativa de la administración Obama: lo que se conocería como el «estímulo de Obama», la Ley de Recuperación y Reinversión. Presentada con urgencia por los demócratas, fue aprobada por la Cámara de Representantes el 28 de enero de 2009. A instancias del nuevo presidente, se debatió en el Senado en una sesión especial durante el fin de semana y se sometió a votación el 10 de febrero. Una semana más tarde, el 17 de febrero, Obama refrendó con su firma el paquete de gasto. Se trataba

del plan de estímulo fiscal más importante puesto en marcha en Occidente tras la crisis y el mayor de la historia de Estados Unidos. Asimismo, también polarizó de inmediato el ámbito de la política económica tanto en Estados Unidos como en Europa.

I

El equipo de Obama nunca dudó de la necesidad de actuar. Durante el invierno de 2008-2009, la situación económica de Estados Unidos se deterioraba con rapidez. Se estaban perdiendo empleos. Detroit estaba de rodillas. La sensación de crisis y de una necesidad de renovación era generalizada. Los desafíos políticos eran evidentes. Fue el drama de la crisis financiera de septiembre y octubre de 2008 el que desbarató la campaña de McCain y entregó una gran victoria electoral a Obama. El clima de esperanza y expectación que rodeó su toma de posesión fue electrizante. Muchos proyectaron en el nuevo presidente la esperanza de un cambio casi revolucionario. Obama no solo había llevado el avance de los afroamericanos a una nueva etapa con reminiscencias de Martin Luther King Jr. Al haber tomado posesión del cargo en plena crisis financiera, las comparaciones con F[rankil]D[elano]R[oosevelt] y sus famosos primeros «cien días» eran inevitables. Y por si King y FDR no fueran suficientes, el presidente recién electo también evocaba otra época de optimismo del Partido Demócrata. Quería ofrecer a la nueva generación una misión lunar al estilo de Kennedy.

Hiciera lo que hiciera la administración Obama, tendría que ser formidable por la simple razón de que la economía estadounidense en el siglo XXI era enorme. El PIB en 2008 rondaba los 14.700 millones de dólares. Por consiguiente, para que el estímulo tuviera un impacto significativo, tendría que ser inmenso. El problema era que el Congreso tenía dificultades para enfrentarse a este hecho elemental. Como había demostrado la controversia en torno al TARP, era previsible que la propuesta de que el gobierno federal invirtiera 1 billón de dólares en la creación de empleo causara indignación, pánico o ambas cosas. Así pues, el equipo de transición decidió actuar con cautela. Propondría 775.000 millones de dólares a la dirección del Partido Demócrata y confiaría en que, gracias a la famosa tendencia del Congreso al intercambio de favores, la cifra total se elevara a cerca de 1 billón de dólares.[4] Si se podía conseguir el

apoyo de los republicanos con más rebajas fiscales o más gasto, tanto mejor.

Pese a las radicales expectativas depositadas en él, Obama era un centrista bipartidista. Pero con lo que no había contado era con la violencia de la hostilidad de los conservadores hacia él. El bipartidismo no era posible. Mientras que al menos una minoría de los republicanos había votado con los demócratas para aprobar los rescates de Fannie Mae y Freddie Mac y el TARP, en enero de 2009 ni un solo republicano votó en la Cámara de Representantes a favor de la Ley de Recuperación y Reinversión, pese a la reducción de impuestos que se había incorporado.[5] En el Senado únicamente lo hicieron tres. Era una señal de aviso del alcance de la hostilidad partidista a la que se enfrentaría la administración Obama. Desde el principio de su presidencia, una gran parte de la opinión pública republicana negó la legitimidad del liderazgo de Obama. Entre las bases se manifestó en la conspiración sobre sus orígenes, que ponía en duda que Obama hubiera nacido en Estados Unidos. En el Congreso se plasmó en una postura de oposición absoluta. Los *think tanks* conservadores de Estados Unidos se movilizaron para denunciar los rescates y desacreditar el estímulo y las regulaciones financieras por venir. En la primavera, el movimiento de indignación contra el gobierno que se hacía llamar «Tea Party» enardeció a las bases del Partido Republicano y acaparó las noticias de los informativos televisivos. En un segundo plano, algunos donantes multimillonarios de «dinero negro», con los hermanos Koch a la cabeza, agitaban el avispero.

En 2009, los republicanos tenían minoría tanto en la Cámara como en el Senado, pero su implacable guerra de guerrillas y los ataques de sus medios de comunicación tuvieron consecuencias reales e inmediatas.[6] Sobre todo, alteró el equilibro en el seno de la amplia coalición del Partido Demócrata. El hecho de que la administración necesitara que los demócratas votaran en bloque a favor del estímulo otorgaba más influencia a los llamados demócratas moderados, partidarios del libre mercado y contrarios al gasto público (la Blue Dog Coalition y la New Democrat Coalition), que estaban deseando preservar sus credenciales de paladines empresariales que con tanto esfuerzo habían ganado.[7] Como consecuencia, en lugar de apostar por un estímulo superior a los 775.000 millones, los congresistas «moderados» tendían a rebajar la cifra. El resultado fue menos cuantioso de lo que había esperado el equipo Obama y menos de lo que necesitaba la economía

estadounidense. La cifra total para la Ley de Recuperación y Reinversión fue de 820.000 millones de dólares. En realidad, se acercaba más a los 725.000 millones en nuevos fondos, 50.000 millones menos que la cifra de partida del equipo de Obama.

La política determinó no solo la cuantía, sino también la configuración. El presidente quería innovaciones caras. Pero el jefe de Gabinete de Obama Rahm Emanuel y su equipo político siempre dudaron de que la obsesión del presidente con el programa medioambiental y crecimiento ecológico fuera a convencer. Lo que el Capitolio quería eran reducciones fiscales y programas de gasto destinados a complacer a sectores clave. Al final, se destinaron 212.000 millones del estímulo a la reducción de impuestos y 296.000 millones a mejorar programas obligatorios como Medicaid (la cobertura médica para los grupos con ingresos más bajos) y los subsidios de desempleo. Esto dejaba 279.000 millones para gastos discrecionales, de los que a las prioridades del presidente, las energías renovables y las mejoras de la banda ancha, correspondían 27.000 millones y 7.000 millones, respectivamente.[8] En total, el estímulo serviría para reparar o sustituir 67.000 kilómetros de carreteras y 2.700 puentes. Pero a diferencia de lo que ocurrió en la época del New Deal, no habría logotipos llamativos, ni monumentos carismáticos como los legados por la Works Progress Administration.[9]

No obstante, era una cifra sustancial. En términos absolutos, era equiparable al gasto del New Deal. Aunque era inferior en relación con una economía nacional mucho más grande, el estímulo de Obama se concentraba en un espacio de tiempo más corto.[10] En 2009, situó a Estados Unidos junto a los países asiáticos en la liga de los activistas, superando todas las medidas fiscales discrecionales puestas en marcha en Europa. Y funcionó. Pese a las protestas de los economistas «de agua dulce» partidarios del libre mercado y los complejos argumentos económicos dirigidos contra el «ingenuo» «pump priming» keynesiano, todos los estudios econométricos serios determinaron que el estímulo de Obama tuvo un importante efecto positivo en la economía estadounidense.[11] Los cálculos del Consejo de Asesores Económicos de Obama estiman que se crearon 1,6 millones de puestos de trabajo anuales durante cuatro años, un total de 6 millones de puestos de trabajo.[12] El múltiplo era positivo y superior a 1. Esto significa que el efecto del gasto público en la economía no solo fue positivo. Impulsó una actividad económica privada mayor de la

que el gobierno contribuyó a crear originalmente. De este modo, el impacto del gasto público redujo la participación estatal en la actividad económica global.

Pero si fue así, si el estímulo funcionó, ¿por qué la administración Obama no pidió más fondos?[13] Solicitar una cantidad superior al billón de dólares entrañaba riesgos políticos. Pero también los había en apuntar demasiado bajo. En 2010, el desempleo seguía superando el 10 % en Estados Unidos. Las ejecuciones hipotecarias y las ventas forzadas estaban destruyendo a comunidades enteras. Millones de jóvenes salían de las escuelas y las universidades sin tener un puesto de trabajo. Hombres y mujeres en la plenitud de la vida fueron expulsados del mercado laboral. Muchos no retornarían. En las elecciones de 2010 y 2012, los demócratas lucharon a la defensiva en el contexto de una economía renqueante y el resurgimiento del activismo republicano. Retuvieron la presidencia, pero perdieron el control del Congreso. La administración Obama nunca construyó el electorado demócrata de por vida que caracterizó al New Deal de Roosevelt. Dado que en 2009 tenía mayoría tanto en la Cámara como en el Senado, ¿por qué el equipo de Obama no puso el listón más alto y pujó por una cantidad aún mayor? Si la mejor manera de lograr la estabilización financiera era utilizar la fuerza máxima, ¿por qué cuando se trataba de la política presupuestaria el enfoque era tan cicatero?

Parte de la respuesta es que el equipo de transición no comprendió del todo la magnitud del tsunami que se avecinaba sobre la economía estadounidense. Gracias a los documentos de trabajo que circularon entre el equipo de transición a principios de enero de 2009 sabemos que el peor escenario previsto por el equipo de Obama fue que el desempleo alcanzara el 9 % sin un estímulo.[14] En realidad, incluso con el mayor programa de gasto público de la historia de Estados Unidos, el desempleo llegó al 10,5 %. Pese a esta subestimación, es evidente que los principales macroeconomistas del equipo de transición de Obama se dieron cuenta de que el estímulo debía ser mayor. El 16 de diciembre de 2008 Christina Romer presentó un informe elaborado expresamente para el presidente electo en el que se argumentaba que para cerrar la «brecha de producción» («output gap») para el primer trimestre de 2011 sería necesario un estímulo discrecional de 1,7-1,8 billones de dólares. El modelo de Romer era convencional. Las cifras eran razonables. Su propuesta superaba en 1 billón de dólares a la que el equipo de Obama acabó llevando al Congreso. Lo que

decidió la cuestión fue la política o, más bien, la autocensura del equipo económico en nombre de la política. Suponiendo cuál sería la actitud del jefe de Gabinete Rahm Emanuel y de sus estrategas políticos, Larry Summers, el presidente del Consejo Económico Nacional, estaba convencido de que él y Romer perderían toda la credibilidad si proponían una cifra siquiera cercana a la que ella consideraba necesaria. Summers dijo en broma que los resultados de los cálculos de Romer eran «no planetarios». No quería poner en peligro la influencia del equipo económico pareciendo ingenuo e «inexperto». Como consecuencia, el debate fue sesgado desde el principio. Nunca se propuso una cifra superior a los 900.000 millones de dólares, la mitad del valor de referencia de Romer. Un cálculo deflacionario similar excluyó cualquier medida drástica directa en relación con la deuda de los propietarios de viviendas.

La gran pregunta sobre lo que pudo haber sido y no fue en los primeros tiempos de la administración Obama es por qué, junto con el TARP y el estímulo fiscal, la Casa Blanca no empezó por impulsar un programa de ayuda global para los propietarios de viviendas.[15] Mientras se rescataba a los bancos y a las entidades de crédito, 9,3 millones de familias estadounidenses perdían sus casas por culpa de los embargos, se las entregaban a un prestamista o se veían forzadas a recurrir a una venta a precios desfavorables.[16] Las medidas que la administración propuso para ofrecer una renegociación de las hipotecas tenían un impacto ridículo. En respuesta a las críticas, Larry Summers ha insistido posteriormente en que la cuestión de la ayuda a los propietarios de viviendas era un tema de debate constante en la administración.[17] Convocó reuniones mensuales periódicas con el Tesoro y los demás organismos clave para retarlos a que presentaran mejores opciones. No había ningún mecanismo que fuera eficaz, eficiente y políticamente viable. Había obstáculos fundamentales. Un programa para ayudar a millones de prestatarios en dificultades habría tenido que tener una escala gigantesca. La condonación de préstamos a una escala sustancial habría causado pérdidas al sistema bancario en un momento de incertidumbre financiera. Y habría provocado un enorme revuelo en el Congreso, donde la administración necesitaba gestionar su capital político no tanto con los republicanos, de los que no cabía esperar nada, como con los congresistas demócratas moderados. Era un precio que Summers, Emanuel y el secretario del Tesoro Geithner no estaban dispuestos a pagar.

En la primavera de 2009 se hizo evidente que el recuerdo histórico que estaba más vivo en la administración Obama no era el de FDR o JFK, sino el de la última administración demócrata, la de Bill Clinton en los años noventa. La visión que imperaba en el equipo de Obama era la del Proyecto Hamilton. A la hora de enfrentarse a la crisis, los demócratas no demostraron ser audaces ni imaginativos, sino buenos gestores de la economía cuya tarea era enderezar otra era de mal gobierno republicano. Aunque en 2009 nadie discrepaba sobre la necesidad de un estímulo inmediato, el equipo de Obama estaba profundamente comprometido con el legado de su mentor, Robert Rubin.[18] Summers, Geithner y Peter Orszag, el director de la Oficina de Administración y Presupuesto de Obama, eran veteranos del Tesoro de los años noventa. Orszag y Rubin habían defendido en 2004 que los déficits públicos no solo desalentarían la inversión, sino que podían desatar una espiral negativa de confianza y expectativas, y causar pánico en los mercados financieros.[19] Ante los enormes déficits generados por la crisis financiera de 2008, no existía ninguna contradicción entre el enfoque de la fuerza máxima para lograr la estabilización bancaria y un enfoque prudente de la política presupuestaria. La preocupación por la confianza en los mercados financieros era el denominador común.

II

A pesar de su considerable escala, su eficacia y la controversia política que suscitó, el estímulo de Obama estuvo condicionado por el compromiso político. Además, pese a la urgencia con la que actuó el Congreso, era inevitable que el estímulo llegara demasiado tarde. Para implantar los programas de gasto hacen falta meses, si no años. El componente de gasto discrecional del estímulo de Obama no arrancó en serio hasta junio de 2009 y en ese momento el mercado laboral estaba a punto de tocar fondo.[20] La consecuencia que se señala con menos frecuencia es que la orientación fiscal del primer año de la administración Obama fue en gran medida una herencia de las decisiones que se tomaron y de las que no en 2008, cuando el futuro presidente aún estaba en el Senado.

En enero de 2009, como consecuencia del enfrentamiento entre la administración Bush y los congresistas demócratas, el gobierno federal funcionaba sin un presupuesto ordinario y se dirigía hacia un déficit sin precedentes de más de 1,3 billones de dólares. Se trataba de un desastre

político y de un enorme agujero fiscal, pero era justamente lo que necesitaba la economía.[21] La razón en parte de que el Congreso se hubiera negado a aprobar el presupuesto presentado por la administración Bush en febrero de 2008 fue porque consideró que se basaba en previsiones económicas totalmente irrealistas. Pese a que la crisis inmobiliaria ya se empezaba a notar, la Casa Blanca previó un déficit de solo 407.000 millones para 2009. La administración solicitó 3,1 billones de gasto y, a los tipos impositivos vigentes, supuso que los ingresos ascenderían a 2,7 billones. El Congreso puso en duda ambas cifras y resultó estar en lo cierto. Debido a la recesión, los ingresos cayeron a 2,1 billones entre septiembre de 2008 y septiembre de 2009. Entre tanto, el gasto se disparó a 3,5 billones, incluido un desembolso de 151.000 millones para el TARP y un primer tramo de 225.000 millones para el estímulo de Obama. Las disputas por el TARP y la política fiscal del presidente fueron un buen teatro político para todas las partes. El impacto económico de los programas fue importante. Pero la mayor parte del estímulo fiscal de 2009 fue el resultado de la paralización del presupuesto el año anterior y de la caída de los ingresos fiscales por culpa de la recesión.

Los estabilizadores automáticos son los héroes anónimos de la política presupuestaria moderna. En Estados Unidos, solo un tercio como mucho del gasto público federal es discrecional. El resto son gastos obligatorios requeridos por «derechos» existentes, programas sociales como las prestaciones por desempleo y discapacidad o las pensiones de jubilación. Estos tienden a aumentar durante una recesión. Asimismo, los ingresos fiscales van a parar, a las arcas del Tesoro, a los tipos impositivos y los niveles de contribución preexistentes gracias no a las decisiones políticas, sino a las fluctuaciones coyunturales de la economía. Los presupuestos estatales modernos, dominados por estos flujos no discrecionales, tienen un fuerte efecto estabilizador en la economía. Cuando la actividad económica se reduce y la economía necesita un estímulo, los ingresos fiscales caen, el gasto en prestaciones aumenta y el déficit público se expande automáticamente.

Visto desde esta perspectiva, el efecto de la crisis de 2007-2009 en los presupuestos de los países ricos fue espectacular. Independientemente de cuál fuera la política del gasto de estímulo en el Congreso, el Bundestag o la Cámara de los Comunes, los estabilizadores automáticos generaron un estímulo enorme y oportuno. Según cálculos del FMI, si en la economía

estadounidense hubiera habido pleno empleo en 2009, las medidas para luchar contra las crisis adoptadas por las administraciones Bush y Obama habrían bastado para generar un déficit del 6,2 % del PIB: ese era el déficit discrecional. El déficit real de las administraciones públicas fue del 12,5 % del PIB.[22] Más de la mitad de la ayuda para fomentar la demanda agregada fue automática o casi automática. Y esto era típico de todas las economías avanzadas. Según cálculos del FMI, menos de la mitad del enorme incremento de la deuda pública en los países desarrollados durante la crisis se debió simplemente a la reducción de los ingresos provocada por la contracción de la base imponible. Cuando los beneficios, los salarios y el gasto se redujeron, esto generó de manera automática un déficit y, por tanto, un estímulo público compensatorio. Esto da una perspectiva bastante diferente de las batallas en torno a la política fiscal en el G20. Aunque Alemania, Francia e Italia no llegaron a aplicar la clase de paquete de medidas de estímulo puesto en marcha por la administración Obama, y menos aún el preconizado por Pekín, sus déficits también se estaban ampliando. Aunque el sector privado se desapalancó y recortó gastos, también registró enormes déficits no discrecionales. En realidad, habría sido necesario un acto heroico y realmente perverso de austeridad para impedir que estos estabilizadores automáticos surtieran efecto. El resultado final fue espectacular. Entre 2007 y 2011, la demanda en la economía mundial se estabilizó gracias al mayor aumento de la deuda pública desde la segunda guerra mundial.

Para los macroeconomistas era una razón para celebrar las propiedades estabilizadoras del sistema tributario y el estado del bienestar modernos. Para los halcones fiscales era motivo de honda preocupación. A largo plazo, estas deudas obligarían a subir los impuestos para poder hacer frente al servicio y el pago de las mismas. Esto plantearía importantes desafíos políticos. ¿Cómo iban a reaccionar los mercados de capital? Según el guion establecido por el conservadurismo fiscal convencional, cabía esperar repercusiones graves e inmediatas. ¿Causaría la crisis de la deuda la pérdida de confianza de la que habían advertido Orszag, Rubin y tantos otros? ¿Cómo se iba a convencer a los ahorradores para que mantuvieran billones de dólares en bonos del Estado? ¿Habría que subir los tipos de interés? ¿Ahuyentaría esto la inversión privada? ¿Se pondrían nerviosos los tenedores de bonos? ¿Entrarían en escena los vigilantes de bonos de los años noventa para vender bonos del Estado, provocando una caída de los

precios y unos rendimientos al alza? En la primavera de 2009, cuando se hizo patente la magnitud del déficit, los medios especializados informaron de que los mercados estaban en pie de guerra. En vista de la «asombrosa apuesta de Washington por una política fiscal y monetaria expansiva», el *Wall Street Journal* esperaba una dura respuesta de los mercados de bonos.[23]

Los rumores eran tan serios y los recuerdos de la época de Clinton tan dolorosos, que en mayo de 2009 Obama le pidió al director del presupuesto Orszag que elaborara un plan de contingencia.[24] La respuesta del director del presupuesto fue drástica. En caso de un pánico en el mercado de bonos, la administración debía optar por una fuerte subida de los impuestos. El informe era confidencial y solo debía verlo el presidente. Cuando Rahm Emanuel se lo filtró a Summers, se produjo una fuerte reacción de ira. Summers amenazó con dimitir y exigió tener en el futuro un control absoluto de toda la información sobre la política económica que se facilitara al presidente. Pese a su imagen de académico desaliñado, Summers tenía buen ojo para el poder y podía percibir que se estaba elaborando un nuevo programa de consolidación fiscal dentro de la administración. Era una amenaza para su posición personal. Y también iba en contra de su instinto como economista «neokeynesiano». Summers podría haber censurado la propuesta de estímulo de Romer, pero no creía en el poder de las «hadas de la confianza».[25] Hablar de recortes presupuestarios a comienzos del verano de 2009, cuando Estados Unidos estaba a punto de sumirse en la peor fase de la recesión más grave desde principios de los años treinta, era tremendamente prematuro. Si el problema era la confianza, la mejor manera de restablecerla era poner en marcha una recuperación sólida.

Al final resultó que Summers y los demás escépticos tenían razón. No hubo un pánico con los títulos del Tesoro. Los vigilantes de bonos eran un espectro. Los hogares estadounidenses estaban reconstruyendo sus ahorros. Los fondos de inversión estaban abandonando los bonos hipotecarios de riesgo. Todo el mundo quería títulos del Tesoro. Se trataba de la clase de mecánicas financieras y macroeconómicas sistémicas que con demasiada frecuencia pasan por alto los halcones fiscales, que ven el presupuesto público como el de un hogar particular. Cuando el sector privado experimenta un *shock* de desapalancamiento, cuando la tasa de ahorro está aumentando como ocurrió en 2009, lo que se necesita para preservar el equilibrio financiero global de la economía nacional no es que el Estado

reduzca su déficit. No puede ahorrar todo el mundo a la vez sin provocar una recesión. Como han sostenido los partidarios de las «finanzas funcionales» desde los años cuarenta, el Estado debe actuar como un prestamista de último recurso. [26] Al hacerlo, preserva la demanda agregada y proporciona un flujo de bonos a largo plazo seguros a los mercados financieros. Tras la crisis de 2008, todo el mundo estaba más deseoso que nunca de tener activos seguros. Una enorme serie de valores de etiqueta privada con calificación AAA había resultado ser muy poco segura, por lo que la demanda de títulos del Tesoro era muy elevada. Y no solo los estadounidenses querían deuda pública de su país. Cuando la deuda del Tesoro en manos del sector público aumentó en 2,9 billones de dólares entre el verano de 2007 y finales de 2009, los compradores extranjeros adquirieron más de la mitad. Las tenencias chinas de títulos del Tesoro aumentaron a 418.000 millones.

Entre quienes estaban vendiendo figuraban algunos de los bancos sometidos a más presión. Necesitaban reducir sus balances. Pero ese ajuste fue amortiguado por los bancos centrales. En la primera fase de lo que se conocería como QE1, la Fed anunció el 18 de marzo de 2009 la compra de 750.000 millones de dólares en MBS y deuda de organismos federales, así como 300.000 millones en títulos del Tesoro. El Banco de Inglaterra hizo un anuncio similar el 9 de marzo, comprometiéndose a adquirir primero 150.000 millones de libras y después 200.000 millones en bonos del Gobierno británico o *gilts*. Así pues, lejos de inundar de deuda los mercados, en 2009 el rendimiento de los bonos del Estado de máxima calidad cayó.

En la zona euro las cosas eran más complicadas. También allí se activaron los estabilizadores automáticos y los déficits se dispararon. La emisión de deuda aumentó. Pero, a diferencia de lo que ocurre en el Reino Unido o Estados Unidos, el BCE tiene prohibido comprar valores del Estado de nueva emisión. Sin embargo, después de Lehman, Trichet no estaba de humor para correr riesgos. Aunque el BCE no compraba deuda pública de nueva emisión, lo que sí realizaba eran repos de bonos soberanos en euros.[27] Cuando los déficits de la eurozona aumentaron rápidamente, el BCE aplicó lo que se conocía informalmente como el «gran pacto».[28] Inyectó centenares de miles de millones de euros en liquidez a bajo precio a los bancos europeos mediante las llamadas operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) iniciadas en mayo de 2009.[29] Los bancos

compraban después bonos soberanos. Por término medio, el tipo de interés que los bancos europeos pagaban al BCE por su financiación era solo una tercera parte del rendimiento que obtenían de sus tenencias de bonos. En total, los bancos cargaron con deuda soberana por valor de 400.000 millones de euros en la zona euro en 2009.[30] Los beneficios eran fáciles y aparentemente seguros, y los bancos europeos en peor situación, como el banco alemán en bancarrota Hypo Real Estate y el franco-belga Dexia, eran los más interesados en aprovecharse. Para conseguir el máximo rendimiento, invirtieron los fondos del BCE en los bonos periféricos con mayor riesgo de Portugal y Grecia, que ofrecían un rendimiento ligeramente superior. Al igual que en el Reino Unido y Estados Unidos, esto ayudó a estabilizar el mercado de deuda pública, pero existía una diferencia crucial. En Estados Unidos y el Reino Unido, los bancos centrales estaban inyectando liquidez en el sistema bancario. En cambio, en la zona euro, eran los balances de los bancos los que absorbían la deuda soberana.

III

El estímulo fiscal era claramente necesario en el invierno de 20082009 y los estabilizadores automáticos fueron un valioso complemento. Juntos contribuyeron a reactivar las economías avanzadas durante la peor crisis que habían sufrido desde los años treinta. Gracias a las condiciones macroeconómicas generales y a la intervención de los bancos centrales, no hubo una estampida en los mercados de bonos ni en Europa ni en Estados Unidos. No obstante, en la primavera de 2009 ya se oía hablar de la inquietud por los déficits excesivos y de la necesidad de consolidación a ambos lados del Atlántico, y en ningún lugar más que en Alemania.

En la cumbre del G20 en Londres, Merkel y Sarkozy habían tomado una postura pública sobre la necesidad de una consolidación financiera. Se trataba, en gran medida, de teatro político. En vista de la crisis del sector alemán de las exportaciones, el Gobierno de Merkel no pudo ignorar las peticiones de un paquete de estímulo. El desempleo iba en aumento y la CDU y el SPD tenían que enfrentarse a unas elecciones el próximo otoño. A principios de 2009, la gran coalición de Angela Merkel alcanzó un acuerdo. El ministro de Hacienda Steinbrück aprobó a regañadientes un modesto paquete de emergencia de gasto adicional y recortes fiscales.[31] Los estabilizadores automáticos se ocuparían del resto. Pero la cuestión de la

consolidación fiscal que había preocupado a la gran coalición de Merkel desde 2005 ya no se podía eludir. El SPD y la CDU acordaron que, incluso mientras gestionaban el estímulo, el equilibrio presupuestario tanto en el nivel del gobierno nacional como regional quedaría consagrado en una enmienda constitucional.

No fue una solución impuesta a Alemania por el pánico en los mercados de bonos o las necesidades económicas inmediatas. Los bonos del Estado alemán (*Bunds*) eran para la eurozona lo que los títulos del Tesoro estadounidense para el mundo del dólar, el activo seguro preferido.[32] Pese a su creciente déficit en 2009, Alemania no tenía dificultades para colocar deuda. No fueron los mercados, sino el consenso entre partidos sobre la consolidación fiscal surgido antes de la crisis el que determinó un giro decisivo e irrevocable hacia la austeridad. Fue una decisión motivada por una visión a largo plazo de la competitividad y la reducción del gasto, las presiones de los contribuyentes y las empresas, y los intereses regionales de los estados ricos del oeste de Alemania.[33] Fue una resolución que no solo cambiaría la política alemana, sino la de toda la zona euro.

El martes 5 de febrero de 2009, en un espartano cuartel de la Bundeswehr en el recinto del aeropuerto de Tegel, situado en los barrios del norte de Berlín, la canciller Merkel en persona negoció el acuerdo.[34] Los Länder, presionados por la ultraconservadora Baviera, el feudo del CSU, se comprometieron colectivamente a apoyar una enmienda constitucional que pondría fin a todos los préstamos en 2020. Los rezagados (Bremen, Saarland, Berlín, Sachsen-Anhalt y Schleswig-Holstein) recibirían subvenciones anuales de 800 millones de euros hasta 2019. A cambio, su política fiscal estaría sometida a una revisión externa que llevaría a cabo el denominado Consejo de Estabilidad (*Stabilitätsrat*). Los Länder que se negaran a responder a las recomendaciones del Consejo, perderían la ayuda federal. El gobierno federal, por su parte, se comprometió mediante una enmienda constitucional a no prestar más del 0,35 % del PIB en circunstancias normales.[35] Habría excepciones en caso de crisis cíclicas, pero el tope era estricto y se aplicaría tanto a las inversiones como al gasto corriente.

No se tuvieron en cuenta las consecuencias que esta nueva norma draconiana tendría para uno de los mayores mercados de bonos del mundo. Los bonos del Estado eran considerados un pasivo, no un activo seguro para los ahorradores. La retórica de la austeridad se impuso. El ministro

presidente de Baviera, Seehofer, estaba exultante. La canciller Merkel anunció un *Weichenstellung* (un cambio en la posición de las agujas). El freno al endeudamiento era una demostración de que el federalismo alemán funcionaba.[36] El 27 de marzo de 2009, Steinbrück hizo en el Bundestag una defensa típicamente enérgica de la enmienda constitucional. No se trataba de una cuestión macroeconómica, sino de autonomía democrática, de «margen fiscal para maniobrar». Desde los años setenta, pese a los límites nocionales de la deuda, los déficits anuales habían dado como resultado un presupuesto en el que el 85% del gasto federal estaba destinado al pago del servicio de la deuda y el gasto no discrecional. La política fiscal estaba «petrificada y desprovista de vida» («versteinert und verkarstet»).[37] La contención de la deuda devolvería a los votantes y al Parlamento la libertad para elegir sus prioridades presupuestarias. El consenso contra la deuda no contó con una aprobación del todo unánime. Peter Bofinger, el heterodoxo miembro keynesiano del Wirtschaftsweisen, el comité oficial de expertos asesores sobre la economía alemana, lo criticó mordazmente. Si el gobierno federal alemán no iba a emitir nuevos *Bunds*, ¿dónde iban a invertir los ahorradores alemanes los 120.000 millones de euros que intentaban ahorrar cada año? Como el sector empresarial alemán también estaba generando un superávit financiero, no podían invertir sus fondos en empresas alemanas. En lugar de financiar la inversión interna, los ahorros de Alemania acababan forzosamente en inversiones en el extranjero.[38] Era la contrapartida financiera del crónico superávit por cuenta corriente de Alemania, un síntoma tanto de la contracción del consumo interno y la inversión como del éxito de las exportaciones. Cuando llegó al Bundestag para ser votado el 29 de mayo de 2009, había una mayoría ajustada (el 68,6 % en comparación con los dos tercios necesarios), pero la enmienda fue aprobada. Haría falta una mayoría de dos tercios para anularla.

Era, ante todo, un asunto interno. Pero incluso antes de que llegara al Bundestag, en Berlín ya se promocionaba el freno al endeudamiento como un elemento importante de la política económica exterior de Alemania. El fuerte marco alemán y el independiente Bundesbank habían convertido a Alemania Occidental en un modelo de política económica conservadora. Las duras medidas del Hartz IV sentaron un precedente para la «reforma del mercado laboral» en Europa. El *Schuldenbremse* se convertiría en el último instrumento por exportar de la gestión económica conservadora de Alemania.[39] Para una política como Merkel, el problema de la deuda

pública, al igual que el de la inflación, afectaba a todas las sociedades avanzadas. Se remontaba a los años sesenta. Se había ido acumulando durante décadas. Era el momento de plantarse. Cuando Merkel se dirigió a la cumbre del G20 en Londres, elogió el freno al endeudamiento alemán como un gran logro. Como había dicho en la Cámara de Comercio alemana: «Vamos a tener que intentar transferir esto a todo el mundo».[40]

IV

En la cumbre del G20 en Londres, el enfrentamiento entre Merkel, Brown y Obama había sacado a relucir estereotipos transatlánticos muy conocidos. Los alemanes eran austeros y escépticos sobre las finanzas de libre mercado anglosajonas. Los estadounidenses y los británicos eran irresponsables partidarios de hacer lo que fuera necesario para mantener en marcha el motor del capitalismo. Se trataba de una distorsión por ambas partes. Los alemanes tenían muchos problemas fiscales y también bancos en quiebra. Entre tanto, los obamitas nunca habían sido unos derrochadores, como algunos los habían descrito. Si el secretario del Tesoro Geithner instó al resto del G20 a hacer más fue en buena medida con la esperanza de que Estados Unidos pudiera hacer menos. Había demócratas en el Congreso que querían hacer un segundo esfuerzo importante e impulsar otra ronda de estímulos, pero no contaron con la ayuda de la Casa Blanca. [41] Dentro de la administración, Christina Romer se iba quedando cada vez más sola en su petición de un mayor esfuerzo fiscal. De vez en cuando recibía el respaldo de Larry Summers. Pero cuando se manifestó abiertamente en favor de una segunda ronda de medidas de estímulo, como en el invierno de 2009-2010, Romer fue brutalmente silenciada por el propio Obama.[42]

En Washington D. C., al igual que en Europa desde finales del verano de 2009, empezaban a prevalecer las políticas fiscales del período anterior a la crisis. El objetivo de «sostenibilidad» fiscal volvió a ocupar un primer plano. Geithner, en el Tesoro, fijó un objetivo de déficit del 3 % para 2012, una enorme contracción con respecto a un déficit del 10 % del PIB en 2009. Aún más agresivo fue Orszag en la OMB, quien organizó concursos internos para elegir las mejores ideas para ahorrar gastos.[43] Todas las prioridades a medio plazo de la administración Obama solían apuntar a la simplificación del gobierno y la reducción del gasto. La máxima prioridad política era la reforma de la atención sanitaria. Pese a que los republicanos

la tildaron de socialismo al estilo europeo, en vista de la excesiva ineficacia del complejo sanitario-industrial estadounidense, subvencionado por el Estado y con ánimo de lucro (que, con un 17 %, representaba el doble de la cuota del PIB imputable al sector de los servicios financieros), la prioridad de la Ley de Cuidado Asequible de la Salud era reducir costes. Asimismo, el eje de la política exterior de Obama era la reducción de gastos. En 2009, la Casa Blanca accedió a enviar más tropas a Afganistán, pero solo porque al mismo tiempo estaba reduciendo su presencia en Irak. A los soldados estadounidenses no les gustó, pero la época de los grandes incrementos de los gastos había tocado a su fin. Si bien el estímulo de Obama alcanzó su punto álgido en el segundo año de su presidencia, en 2010 se contrarrestó con recortes en otros ámbitos del gasto federal y una fuerte contracción del gasto estatal y local. Aunque a nadie le convenía reconocerlo, entre 2009 y 2010 el déficit de Alemania creció con más rapidez que el de Estados Unidos.[44] Pese a que los debates eran aparentemente más transparentes, la política fiscal tras la crisis no fue menos opaca que la política monetaria.

Capítulo 13
ARREGLAR WALL STREET

La «confianza» es uno de los conceptos más volubles en economía. En 2007-2008 fue la pérdida de la confianza en la titulización de hipotecas, los mercados monetarios y los bancos la que echó abajo la casa e hizo necesarios los rescates. En 2009, la confianza seguía siendo el problema. Pero para entonces eran los déficits públicos y la supuesta amenaza para los inversores de bonos los que acaparaban los titulares. En vista de las condiciones que imperaban entonces en los mercados de bonos, las limitaciones que esta inquietud impuso a la política fiscal fueron un triunfo de la ortodoxia centrista previa a la crisis sobre la realidad de la situación posterior a la misma. Pese a que los vigilantes de bonos nunca aparecieron, millones de desempleados pagaron el precio de la incapacidad de mantener el estímulo fiscal. Y las consecuencias rebasaron el mercado laboral. Supuestamente, el objetivo de limitar la política fiscal era mantener la confianza y crear un espacio para la recuperación del sector privado. Pero ¿de dónde debía proceder? El mercado inmobiliario seguía hundiéndose. Los hogares necesitaban saldar sus deudas y sanear sus maltrechas finanzas. La mejora tendría que provenir de la inversión empresarial. Para ello era preciso que hubiera estabilidad financiera y crédito fácil, y de ahí el camino llevaba de vuelta a las instituciones que habían estado en el origen de la quiebra de la confianza en 2008, los bancos y sus peligrosos balances. Tras haber descartado una respuesta fiscal a gran escala por proteger la confianza, resucitar a los bancos parecía, a falta de algo mejor, la vía más prometedora hacia la recuperación.

Aunque el gran pánico general de septiembre de 2008 ya había pasado, los bancos seguían siendo muy frágiles. Cuando la magnitud de las pérdidas empezó a ser evidente (en mayo de 2009 el FMI calculó reducciones del valor contable de 1,5 billones en todo el mundo), las primas de los seguros contra impago de las deudas bancarias aumentaron a 300 puntos básicos en la zona euro y 400 puntos básicos en Estados Unidos.[1] Con estos aumentos, la nueva financiación bancaria era prohibitivamente cara. Y en la primavera de 2009, Bank of America y Citigroup, dos de los bancos comerciales más

grandes de Estados Unidos, aún seguían estando en peligro.[2] Bank of America estaba digiriendo los horrores del balance de Merrill Lynch. En Citigroup la situación era todavía peor. Pese a la doble inyección de capital del Tesoro y la segregación de unos 300.000 millones de sus activos más tóxicos, en mayo de 2009 las acciones de Citi cotizaban a 97 céntimos.[3] La Fed de Nueva York estaba haciendo planes para llevar a cabo una operación de rescate que exigiría garantizar toda su deuda y 500.000 millones en depósitos extranjeros. Mientras tanto, en lugar de reconocer el trauma político causado por los rescates de 2008, los banqueros, con su autocomplaciente aislamiento, seguían llevándose la mayor parte de los ingresos que generaban.

En Gran Bretaña, el caso más notorio fue el de RBS, un banco que para entonces estaba mayoritariamente en manos del Estado y que anunció en febrero de 2009 que tenía la intención de pagar bonificaciones por un valor de 1.000 millones de libras.[4] En Estados Unidos, las cifras fueron muy superiores. En 2008, tras haber sufrido pérdidas por valor de decenas de miles de millones, Wall Street pagó a sus altos directivos bonus por valor de 18.400 millones de dólares, una cantidad dos veces y media superior a la aprobada por el Congreso para modernizar las infraestructuras de banda ancha, una de las prioridades del presidente. De haber retenido estos fondos, los bancos habrían contribuido sustancialmente a su recapitalización.[5] Pero los bancos de inversión no eran sociedades anónimas convencionales. Eran sociedades gestionadas principalmente en beneficio de su élite directiva, que esperaba cobrar pasara lo que pasase. En 2008, Merrill Lynch pagó 4.000-5.000 millones de dólares en bonus. Y se aseguró de hacerlo antes de lo normal en el mes de diciembre de 2008, justo después de que la firma revelara unas pérdidas en el cuarto trimestre de 21.500 millones y días antes de hundirse y acabar en manos de Bank of America.[6] Pero de todos los escándalos relacionados con las bonificaciones, el que realmente llamó la atención de la opinión pública fue el de AIG. Cerró el cuarto trimestre de 2008 con 61.700 millones de pérdidas, las mayores en la historia corporativa de Estados Unidos. Sin embargo, el 16 de marzo de 2009, la compañía anunció que su división de productos financieros, que había sido la principal responsable del vertido tóxico, iba a abonar 165 millones en bonus, una cifra que podría aumentar hasta los 450 millones. Incluso el presidente Obama expresó su «indignación» y pidió que se resarciera a los contribuyentes estadounidenses.[7] ¿Qué se debía hacer?

I

Una opción era la nacionalización. Era lo que los británicos habían obligado a hacer a Lloyds-HBOS y RBS. Los bancos alemanes Commerz e Hypo estaban en manos del Estado. Los economistas mencionaron el ejemplo positivo de Suecia, que cuando se enfrentó a una grave crisis bancaria en los años noventa, adoptó medidas radicales. Tras nacionalizar y reestructurar sus bancos, la economía se había recuperado con rapidez. En cambio Japón había postergado la reestructuración y la recapitalización de sus bancos y languidecía desde entonces. Quizá la solución era seguir el ejemplo de Suecia, dividir los megabancos estadounidenses, reestructurarlos, recapitalizarlos y después devolverlos al mercado. Lo que en otro tiempo se habría tildado de ludita, era por entonces mero sentido común. En febrero de 2009, el ex presidente de la Fed Alan Greenspan, que de joven había sido discípulo de Ayn Rand, le dijo al *Financial Times*: «Puede que sea necesario nacionalizar temporalmente algunos bancos para facilitar una reestructuración rápida y ordenada [...] Entiendo que es algo que hay que hacer una vez cada cien años».[8] El senador republicano por Carolina del Sur Lindsey Graham opinó en una cadena de televisión que «[e]sta idea de nacionalizar los bancos no es agradable [...] [p]ero creo que tenemos tantos activos tóxicos distribuidos por toda la comunidad bancaria y financiera en el mundo, que vamos a tener que hacer algo que nadie habría imaginado hace un año y que a nadie le gusta».[9]

La intensidad del rechazo hacia los bancos a principios de 2009 era tal, que el presidente Obama tuvo que pronunciarse. En una conferencia de prensa celebrada el 10 de febrero de 2009, sacó a colación los ejemplos internacionales de los que todo el mundo hablaba. Reconoció la desalentadora experiencia de Japón en los años noventa con su chapucero rescate y admitió que a Suecia le había ido mucho mejor después de nacionalizar los bancos. «Al ver lo que hicieron se podría pensar que Suecia es un buen modelo», prosiguió Obama. Pero el presidente nunca se sintió cómodo con la comparación: «Ese es el problema —señaló Obama—. Suecia tenía como cinco bancos [risas]. Nosotros tenemos miles. La escala de la economía y de los mercados de capitales estadounidenses es enorme [...] Nuestra conclusión fue que no tenía sentido. Y también tenemos tradiciones diferentes en este país [...] Obviamente, Suecia tiene una cultura diferente en lo que respecta a cómo se relaciona el gobierno con los

mercados, y Estados Unidos es diferente. Y queremos conservar la firme convicción en que el capital privado satisface las necesidades de inversión básicas de este país. Por eso lo que hemos intentado hacer es aplicar parte de la mano firme que será necesaria, pero de un modo que también reconozca que tenemos mercados de capital privado grandes y que, en última instancia, serán la clave para conseguir que vuelva a fluir el crédito».[10]

No solo era el Obama más elocuente, también era toda una clara declaración de principios. Las «necesidades de inversión básicas de este país» eran un asunto que competía al «capital privado». El gasto del estímulo estatal, ya fuera en infraestructuras o en educación, era secundario. Lo fundamental era sacar a flote a los bancos. Eso era justamente lo que quería oír el hombre que aplicaría la «mano firme» que Obama prometía, Tim Geithner, el secretario del Tesoro. Para Geithner, la nacionalización nunca había sido una opción. En 2008, mientras estaba en la Fed de Nueva York, había sido testigo de la gravedad del pánico en los mercados. Había visto las peleas por Bear y Fannie Mae y Freddie Mac. Había estado presente en la sala, junto con Paulson, Bernanke y Bair, la tarde del lunes 13 de octubre en que obligaron a los banqueros a aceptar capital del TARP. Ya era suficiente. Para Geithner, haber seguido adelante con las nacionalizaciones en 2009 habría sido un «error político profundamente transformador».[11]

Pese al frente unido contra la opción sueca que representaban Obama y Geithner, en vista del resentimiento público en ebullición y el goteo de escandalosas revelaciones sobre los rescates, el camino que había que seguir no estaba nada claro. Larry Summers y Christina Romer, los principales economistas de la administración, se inclinaban por el ejemplo sueco, al igual que Paul Volcker. Tal vez lo que necesitaba el sistema financiero estadounidense era una reestructuración breve y enérgica bajo control estatal. El debate se volvió tan intenso, que la tarde del 15 de marzo de 2008 se convocó una reunión en la Casa Blanca para aclarar la situación.[12] Ante la mirada del presidente, las discusiones se prolongaron durante varias horas antes de que Obama declarara con impaciencia que tenía que atender otros asuntos y que esperaba una conclusión al final de la noche. Después de que el presidente abandonara la sala, su malhablado jefe de Gabinete Rahm Emanuel tomó una decisión. Si la reestructuración y la recapitalización general de los bancos al estilo sueco iba a costar más de

700.000 millones de dólares, «y una mierda iba a suceder». Tras el TARP y el estímulo, y con la reforma sanitaria en trámite, Emanuel no podía pedir a los demócratas centristas de la Cámara que respaldaran más gasto. Los economistas tendrían que proponer otro plan.

En 2009, el problema ya no eran los bancos de inversión, que volvían a obtener beneficios. El problema eran los bancos comerciales con problemas. Citi era el que se encontraba en peor situación. Así pues, la reunión acordó que, en lugar de llevar a cabo una reestructuración global de todo el sistema bancario estadounidense, se debían destinar los fondos que quedaban del TARP a respaldar la «resolución» de Citigroup. Este gigantesco monolito sobredimensionado debía ser dividido, reestructurado y reducido, y se debían transferir los activos más tóxicos a un banco malo. Summers, sin alertar a Sheila Bair de la FDIC de la intensidad del debate que se estaba produciendo en la administración, había sondeado a esta sobre la posibilidad de crear un banco malo con 800.000 millones de dólares de los peores activos de Citi y transferir los costos a sus accionistas.[13] El plan de Citi fue aprobado por Obama esa misma tarde y se encargó al Tesoro ultimar los detalles. Tendría que ser trascendental. Citigroup era enorme. Ya en 1998, su fusión con Travelers Group había supuesto el fin de los viejos tiempos de la «aburrida» banca comercial. Mantenía fuertes conexiones políticas con el Partido Demócrata a través de Rubin. Y la presión para actuar no hizo sino aumentar al día siguiente, cuando estalló el escándalo de las bonificaciones pagadas al personal directivo de AIG. El presidente estaba furioso y quería que se actuara. Los jefes de los trece bancos más importantes de la nación fueron convocados a una reunión en la Casa Blanca.[14]

En ese momento había verdadero temor en Wall Street a que la administración Obama estuviera a punto de ir a la guerra. En vista de lo impopulares que eran los bancos, habría sido una buena política, pero no sucedió. Pese a la decisión aprobada por el presidente el 15 de marzo, Geithner nunca estuvo de acuerdo con reestructurar Citigroup. Nunca nadie había intentado desenmarañar un banco tan complejo como Citigroup. No estaba claro que el Tesoro tuviera los recursos y la autoridad legal para llevarlo a cabo. Una reestructuración prolongada asustaría a los mercados. Según el análisis posterior elaborado por uno de los asesores más cercanos de Obama, el Tesoro «tardó en responder» a la propuesta de Citigroup.[15] Aunque esta acción dilatoria rozaba la insubordinación, Obama se mostraba

poco dispuesto a imponer su voluntad. Como habían sugerido sus comentarios sobre el «ejemplo sueco», distaba mucho de ser un radical en las cuestiones bancarias. Cuando Obama se enfrentó a los directores de los bancos el 27 de marzo, el ambiente era gélido. No los había convocado en Washington para castigarlos, sino para reconvenirlos. Instó a los banqueros a moderar sus compensaciones, remuneraciones y bonificaciones. «Ayudadme a ayudaros», rogó el presidente. Cuando varios de los directores justificaron en los términos habituales sus exorbitantes remuneraciones (sus actividades eran grandes y arriesgadas; competían contra una reserva de talentos internacional), el presidente les interrumpió, exasperado: «Cuidado con las declaraciones que hacen, caballeros. La gente no se las cree [...] Mi administración es lo único que hay entre ustedes y la horca».[16]

En la primavera de 2009, en lugar de pasar a la ofensiva, Obama y Geithner se posicionaron como la última línea de defensa del sistema financiero estadounidense. La misión que se habían encomendado era calmar a «las muchedumbres». Obviamente, representar el papel de policía bueno es una táctica de negociación de eficacia probada, pero normalmente se combina con demandas duras. Alguien tiene que hacer de policía malo. Lo destacable en 2009 era lo poco que la administración Obama pedía a cambio de la protección que ofrecía. Para sorpresa de los curtidos negociadores de Wall Street, el único tema que se puso sobre la mesa el 27 de marzo fue la limitación voluntaria de las remuneraciones. Era menos incluso de lo que Paulson había pedido seis meses antes cuando les había impuesto el TARP. En realidad, si alguien amenazaba con la horca a los bancos en la primavera de 2009 no era la izquierda, sino los populistas de derechas. Gracias a la atención que les prodigaba Fox News y la ayuda económica de oligarcas afines, se estaban organizando en el movimiento Tea Party. El blanco de su ira no era Wall Street, sino los liberales de la Casa Blanca. La incómoda verdad era que los obamitas no tenían horcas. La administración, denostada por la derecha y acusada por la izquierda de estar al servicio de Wall Street, según admitía el propio Geithner, iba a acabar en una «tierra de nadie» política.[17]

En sus primeros tiempos como secretario del Tesoro, se solía describir a Geithner como un antiguo ejecutivo de Goldman Sachs.[18] En vista del precedente establecido por Paulson y Rubin, no era una sorpresa. Geithner daba el perfil. Tenía la precoz juventud y la agresividad de un exitoso

banquero de inversiones. El registro de la Fed de Nueva York revelaba que durante el tiempo que Geithner estuvo allí, se relacionó habitualmente con los ejecutivos de Citigroup, donde su mentor Robert Rubin era el centro de atención.[19] Y como secretario del Tesoro Geithner mantuvo estos hábitos.[20] Pero, pese a cultivar relaciones en Wall Street, Geithner fue hasta 2013 un funcionario de carrera, y orgulloso de serlo. Geithner no se veía a sí mismo como un banquero, sino como un soldado, un hombre con fortaleza que trabajaba por el bien de la economía nacional y del pueblo estadounidense, dispuesto a asumir la carga moral de ensuciarse las manos, de hacer lo que fuera necesario en aras del interés público. Pero ¿cómo definía Geithner el interés público? Su compromiso era, ante todo, mantener la estabilidad del «sistema financiero», porque, en caso contrario, toda la economía estaba abocada al fracaso.[21] Este era su principal dogma de fe. Los intereses de Estados Unidos y del sistema financiero estaban alineados. Para explicar sus actos no necesitamos suponer que se encontrara al servicio de ningún banco concreto. Era su compromiso con el sistema el que dictaba que no se debía dividir Citigroup. Y lo que era aún más importante, también se debía proteger a las instituciones clave de regulación financiera y del gobierno. Cuando Geithner se opuso a la nacionalización de los bancos, lo hizo tanto para proteger a las autoridades monetarias como a cualquier banco individual. Un ataque global contra Wall Street podía degenerar fácilmente en un ataque contra los organismos que supervisaban sus actividades. En 2009, «auditar a la Fed» era un grito de guerra tanto entre la derecha como entre la izquierda.

Con Geithner al mando, la respuesta del Tesoro a la crisis no consistió en enfrentarse a los «demasiado grandes para caer» dividiendo los bancos de mayor tamaño. Tampoco consistió en hacer valer los intereses del conjunto de la sociedad mediante una supervisión politizada. En su lugar, la solución del Tesoro fue incrementar la supervisión y las capacidades de gestión de los organismos reguladores estatales: el propio Tesoro, los reguladores clave y la Fed. Si las finanzas capitalistas eran un hecho, entonces habría que aceptar la necesidad de tratar con bancos gigantescos y mercados complejos y en rápida evolución. También había que aceptar que este sistema era proclive a las crisis. De hecho, las crisis eran inevitables. Lo único que se podía hacer era crear la capacidad suficiente para combatir la crisis a nivel nacional e internacional. En 2008, la Fed y el Tesoro habían intervenido a una escala espectacular cuyos efectos traspasaron las fronteras

de la economía nacional estadounidense. En la cumbre del G20 celebrada en Londres, el FMI había conseguido las armas que necesitaba. Lo que el Tesoro pretendía en 2009 era seguir impulsando la consolidación a nivel nacional. Como desde octubre de 2008, giraría en torno a la recapitalización. A medida que los bancos se recuperaban del *shock*, no veían la hora de reembolsar los fondos del TARP. Para acelerar el proceso, la Fed y el Tesoro cooperaron para introducir un nuevo régimen de regulación y supervisión conocido como prueba de resistencia. Le seguiría un importante esfuerzo político para conseguir que se aprobara en el Congreso una legislación que legitimara y regularizara la supervisión de la estabilidad financiera. Cuando la grave crisis de 2008 se convirtiera en un recuerdo, cobraría forma una relación nueva y permanente entre los grandes bancos y las autoridades.

II

La Fed de Nueva York había adoptado la costumbre desde hacía algún tiempo de realizar, con fines exclusivamente internos, simulaciones de crisis en los principales bancos de Wall Street.[22] En febrero de 2009, en su primer gran discurso como secretario del Tesoro, Geithner anunció que las llamadas pruebas de resistencia se convertirían en una actividad integral de la política pública. La Fed y el Tesoro inspeccionarían y certificarían la solvencia de todos los bancos importantes que operaran en Estados Unidos. Todos los bancos más grandes de Estados Unidos tendrían que presentar sus cuentas para ser auditadas. Los funcionarios de la Fed y el Tesoro aplicarían después a esos datos el escenario hipotético de gran estrés financiero, calculando las pérdidas que sufrirían los bancos y los recursos que podrían movilizar para resistir el golpe. En la práctica, el Tesoro y la Fed se convertirían en las principales agencias de calificación crediticia («Estados Unidos de Moody’s»), en árbitros oficiales de la solvencia y guardianes de confianza en el sistema financiero estadounidense.[23] Los bancos que resultaran estar en riesgo tendrían que captar capital adicional. Los que no pudieran obtenerlo en el mercado de capitales privado, tendrían que aceptar fondos del TARP.

Al rechazar la opción sueca, el presidente Obama había mencionado a los «miles de bancos» de Estados Unidos. Cuando el presidente pronunció estas palabras, en Estados Unidos operaban 6.978 bancos comerciales. Pero

estos nunca les importaron ni a Geithner ni a Bernanke. Le incumbían a la FDIC. Lo importante para la estabilidad del sistema eran los diecinueve grandes bancos cuyos activos superaban los 100.000 millones de dólares, unos 10 billones en total. Someter a estas entidades sumamente complejas a un escrutinio a fondo habría sido una tarea hercúlea. Las pruebas de resistencia eran más tácticas y ágiles. En un esfuerzo acelerado, un equipo improvisado formado por doscientos auditores, supervisores y analistas bancarios revisó las cuentas.[24] El escenario de catástrofe que aplicaron distaba mucho de ser apocalíptico. Supusieron que el PIB caería solo un 2-3 %, el desempleo aumentaría al 8,5 % y el precio de la vivienda bajaría entre el 14 y el 22 %. Resultaron ser unas predicciones optimistas. Pero incluso partiendo de estas cifras y de las probabilidades de insolvencia, las conclusiones que se podían extraer eran sombrías. Además de las pérdidas por valor de 350.000 millones de dólares ya reconocidas en la primavera de 2009, según el escenario de la prueba de resistencia cabía esperar que los bancos afrontaran otros 600.000 millones en depreciaciones y cancelaciones a finales de 2010. Esto suscitaba la pregunta realmente clave: ¿cuánto capital sería necesario para que los bancos fueran seguros y poder devolver la confianza a los mercados? Era una cuestión de criterio. El Tesoro y la Fed sopesaron diversas opciones, desde solo 35.000 millones de dólares hasta 175.000 millones. El riesgo si anunciaban un enorme déficit de capital era que se pudiera quebrantar la confianza de manera irreversible. Por otra parte, si anunciaban una cifra demasiado baja, se socavaría la confianza en la prueba de resistencia.[25]

Según informes internos, los cálculos iniciales causaron consternación en los círculos bancarios. Bank of America tendría que obtener 50.000 millones de dólares en capital adicional y Citigroup tendría que captar 35.000 millones. Wells Fargo estaba tan consternado por la petición inicial de 17.000 millones, que amenazó con poner una demanda. Al final, llegaron a un acuerdo negociado. La mayor carga, con diferencia, fue la impuesta a Bank of America, que debía captar 33.900 millones para poder abandonar la sala de urgencias. La cuota de Wells Fargo se fijó en 13.700 millones. Según comentó su director de finanzas, «al final aceptamos la cantidad. No es que nos gustara necesariamente».[26] Citigroup tenía más motivos para estar contento. Al permitir futuras fuentes de ingresos, el requerimiento de capital se redujo a solo 5.500 millones de dólares, una séptima parte de la cifra original.[27] Era poco más de lo que el banco desembolsaría en

bonificaciones ese año. Tras semanas de negociaciones, el 7 de mayo de 2009 se informó a la población de que los grandes bancos estadounidenses necesitaban captar una cantidad razonable, 75.000 millones de dólares.

Las pruebas de resistencia fueron un acto de equilibrismo que comenzó como un ejercicio de rigor contable y terminó en un juego de negociación y confianza.[28] Ya fuera porque se lo creyeron o simplemente porque estaban encantados de descubrir lo útiles que estaban siendo el Tesoro y la Fed, los mercados respondieron bien. El diferencial entre los bonos empresariales muy seguros con calificación AA y el precio que los bancos pagaban por pedir prestado sobre sus bonos con calificación BAA cayó del 6 % al 3 %, reduciendo los costes de financiación. A la semana siguiente del comunicado se produjo un repunte sostenido del 10 % en las acciones bancarias, un punto álgido en el que los bancos más fuertes obtuvieron de inmediato 20.000 millones de capital adicional. El 19 de junio, los primeros nueve bancos reembolsaron los fondos y abandonaron el programa TARP. Durante los meses siguientes, los ocho bancos que aún participaban en el programa, incluidos los gigantescos Bank of America y Citigroup, recurrieron a toda clase de ardides en los libros de contabilidad y a toda la ayuda posible del IRS, el Fed y el Tesoro, muy cooperadores, para abandonar el TARP.[29] En un período extraordinario de dos semanas en diciembre de 2009, Citigroup, Bank of America y Wells Fargo compitieron por captar un total de 49.000 millones de capital ordinario. La oferta de 19.300 millones de Bank of America fue la mayor oferta de acciones ordinarias de la historia de Estados Unidos.[30] Inundaron el mercado y probablemente podrían haber obtenido más capital a un menor coste si hubieran prolongado la emisión durante varios meses. Pero las autoridades tenían prisa por poner fin al TARP y para los bancos el tiempo era vital. Cuanto antes pudieran reembolsar los fondos al Tesoro, antes podrían librarse de los límites sobre las remuneraciones impuestos a todos los receptores del TARP, lo que les permitiría retener al personal con talento y competir por él. Como comentó con tristeza Bair, todo giraba «en torno a las remuneraciones».[31]

Este era el guion que le gustaba a la administración. Una ligera intervención estatal había permitido al sector privado tomar la iniciativa y se había evitado la nacionalización. Como había prometido el presidente Obama, el «capital privado» satisfaría «las necesidades de inversión básicas de este país». Pero este relato jubiloso pasaba por alto las implicaciones

más ambiguas de la maniobra. Las pruebas de resistencia sometieron a las cuentas de la cúspide de las finanzas estadounidenses a un intrusivo escrutinio no por parte de la población ni de los mercados, sino de equipos de supervisores bancarios del gobierno. Asimismo, otorgaban un sello de aprobación oficial a actividades empresariales privadas con fines de lucro. Eran el ejemplo de un nuevo régimen de supervisión general anticipatoria, pero también de la implicación entre el aparato del Estado y los grandes bancos. Desde el punto de vista burocrático podía ser molesto y caro, pero también confería privilegios, concretamente la promesa implícita de que un banco que superara la prueba de resistencia sería considerado seguro por la Fed y el Tesoro. En caso de crisis, difícilmente se podría negar ayuda a un banco que hubiera superado la prueba. Entre este grupo de entidades estrictamente reguladas y con un firme respaldo no podía haber quiebras repentinas e imprevistas. Eliminado este riego, a esos bancos les resultaba mucho más barato emitir acciones y pedir dinero prestado. Un estudio calculaba que, tras la crisis, la ventaja en los costes de financiación de que disfrutaban los bancos más importantes en relación con los más pequeños se había duplicado con creces, del 0,29 al 0,78%. Para los dieciocho bancos estadounidenses más grandes esto representaba una ayuda anual de al menos 34.000 millones.[32]

III

Por tanto, no fue una sorpresa que los mercados recibieran de buen grado la noticia. Los bancos estaban, sin duda, en manos seguras. Con el respaldo implícito de las autoridades, finalmente se estabilizarían. Esto permitiría ganar tiempo para pensar en soluciones a más largo plazo. La administración Obama podía embarcarse en el enorme reto de llevar a cabo una reforma financiera.

En el plano político había muchos intereses en juego. En el verano de 2009, la Casa Blanca necesitaba urgentemente una «victoria». El estímulo era un fracaso en términos políticos. La reforma sanitaria topaba con una oposición irreductible. La reforma financiera como proyecto político estaba definida por la necesidad imperiosa de «hacer algo». Esto forjó una infame alianza entre el Tesoro de Geithner y los estrategas políticos del Ala Oeste encabezados por Rahm Emanuel. Salvo por su estilo pugilístico y una afición compartida por las palabrotas, la intensidad y la determinación de

Emanuel y Geithner discurrían en direcciones opuestas, aunque complementarias. Para el *fixer* político Emanuel, lo único que importaba era anotar «puntos en el marcador». El contenido de la reforma financiera no era su problema. Por el contrario, para Geithner, que recelaba del Congreso, lo único importante era la aprobación de una legislación que otorgara el menor poder posible a los políticos «populistas» y maximizara las facultades discrecionales y la capacidad de actuación de los reguladores expertos. Sin embargo, para lograr este objetivo, el Tesoro tenía que enfrentarse al Congreso y en particular a los dos presidentes de los comités clave, Barney Frank en la Cámara y Chris Dodd en el Senado. También tenía que lidiar con reguladores como Sheila Bair de la FDIC. Y tenía que canalizar la energía de los activistas, en especial de Elizabeth Warren, la profesora de derecho en Harvard y defensora de los derechos de los consumidores, y frenar al omnipresente *lobby* bancario.[33]

El resultado fue un extenso texto legislativo de 849 páginas.[34] En lugar de presentar una única tesis coherente, la Ley de Protección del Consumidor y de Reforma de Wall Street, conocida comúnmente como la ley Dodd-Frank, incluía un compendio de diagnósticos de la crisis. ¿Se debió la crisis a la depredación masiva de prestatarios mal informados? En ese caso, lo que se necesitaba era la Oficina para la Protección Financiera del Consumidor (Título X) de Elizabeth Warren. ¿Habían sido los opacos derivados OTC los que habían dinamitado el sistema? En ese caso, la solución era clara, operaciones con derivados basadas en el mercado (Título VII-Transparencia y rendición de cuentas de Wall Street). ¿Fue el reparto de responsabilidades en la extensa cadena de la titulización hipotecaria el que envenenó el pozo? En ese caso, se debía exigir a los responsables de las titulizaciones que se «jugaran el pellejo» (Título IX-Salvaguardas del inversor). ¿Era el tamaño de los bancos la causa de todos los problemas? ¿Eran, simplemente, demasiado grandes para caer? En ese caso, la respuesta era limitar los rescates y hacérselos pagar al sector (Título II-Autoridad de liquidación ordinaria), y poner un límite al crecimiento de los bancos (Título VI, apartados 622 y 623). ¿Habían usado los bancos de inversión el dinero de los clientes para correr riesgos? De ser así, lo que había que hacer era restituir las divisiones de los años treinta entre la banca comercial y banca de inversión mediante la llamada norma Volcker, que prohibía la «negociación por cuenta propia» (Título VI-La norma Volcker). Todas estas teorías sobre la crisis de 2007-2009 tenían una gran resonancia política.

Todas ellas fueron incorporadas en el texto de la DoddFrank, repleto de digresiones. Muchas eran medidas razonables y útiles que corregían algunos de los desequilibrios más graves del sector de los servicios financieros. Pero, en general, tenían poco que ver con la implosión del sistema bancario paralelo con financiación mayorista que tiró la casa abajo en 2008.

El Tesoro tenía una idea más clara de la mecánica de la crisis. Quería más capital, menos apalancamiento y más liquidez. Y quería poderes centralizados en el Tesoro y la Fed para hacer frente al próximo desastre. Expuso detalladamente esta visión en un anteproyecto, que publicó en el verano de 2009.[35] En muchos sentidos era bastante diferente a lo que se convirtió en la ley Dodd-Frank, pero no fue por casualidad. Muchas de las omisiones fueron estratégicas. Como señaló desvergonzadamente Geithner: «[N]o queríamos que el Congreso diseñara los nuevos coeficientes de capital, las restricciones al apalancamiento o los requisitos de cobertura de liquidez. Pese a sus defectos, los reguladores estaban mucho mejor preparados» para decidir sobre esas cuestiones técnicas. «La historia sugería que el Capitolio se dejaría influir fácilmente por el sector financiero y la política del momento; no creíamos que fuera el lugar adecuado para la complicada tarea de calibrar los amortiguadores del sistema financiero.»[36] En otras palabras, el Tesoro y la Fed sabían cuáles eran los principales causantes de la crisis pero quedaron excluidos de la agenda legislativa. El Tesoro quería que el Congreso confiriera los poderes legales que Geithner creía que habían faltado en aquel crucial momento de septiembre de 2008. Si el desafío era estructurar una simbiosis más duradera entre Washington y Wall Street, era mejor hacerlo, en opinión del Tesoro, a través del Estado administrativo y regulador que mediante batallas campales en el Congreso.

Aunque el Tesoro trató de reunir a un coro de reguladores detrás de sus propuestas durante el verano de 2009, no tardó en darse cuenta de que tropezaría con la férrea resistencia de la FDIC y del Congreso. Ambos recelaban de la complicidad de la Fed y el Tesoro con Wall Street y de las mayores competencias que Geithner intentaba conseguir. Para garantizar la responsabilidad colectiva, Bair y Frank insistieron en que la supervisión de todo el sistema debían ejercerla no solo el Tesoro y la Fed, sino también un Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera presidido por el Tesoro pero que reuniera a todos los reguladores clave. La idea de que las crisis las gestionara un comité horrorizó a Geithner. No obstante, en realidad el

consejo contaba con muchas de las atribuciones que él quería. Tendría derecho a designar a las entidades financieras de importancia sistémica, a las que se podía someter a un régimen de mayor supervisión y regulación, incluidas las pruebas regulares de resistencia. Si un gran banco estaba a punto de causar una crisis sistémica, los derechos de intervención directiva del Consejo eran amplios. Todas las entidades de importancia sistémica tendrían que elaborar con antelación testamentos vitales que establecerían cómo se disolverían en caso de bancarrota. Y esta supervisión y este control se podían ampliar a los bancos extranjeros que operaban en Estados Unidos.

La Fed era crucial para la visión de Geithner del control en el futuro. Pero desde el punto de vista político era un desastre. Decir que la crisis perjudicó la imagen pública de la Fed sería quedarse corto. Polarizó y con el tiempo dio un vuelco a la política de la institución.[37] En 2008, Bernanke, al igual que su predecesor Alan Greenspan, había gozado de más popularidad entre los republicanos que entre los demócratas. En 2010, era prácticamente igual de impopular entre ambos y en la derecha la fuerza del Tea Party iba en aumento. Mientras tanto, para Obama, Bernanke era un símbolo del bipartidismo que ansiaba. En agosto, el presidente anunció su nombramiento para cumplir un segundo mandato al frente de la Fed. La revista *Time* acabó 2009 nombrando a Bernanke hombre del año.[38] Pero nada de ello sirvió para que se ganara el favor ni del ala derecha de los republicanos ni del ala izquierda del Partido Demócrata.[39] En diciembre de 2009 y enero de 2010, el Senado fue testigo de graves enfrentamientos por el nuevo nombramiento de Bernanke. La Casa Blanca, desesperada por conseguir apoyos, movilizó a personalidades influyentes como Warren Buffett para que presionaran a favor de Bernanke. Para empeorar las cosas, al mismo tiempo Bernanke en persona hacía llamadas para tratar de impedir que el proyecto de ley de la reforma financiera de Dodd en el Senado arrebatara a la Fed la supervisión de los bancos más grandes.[40]

En su empeño por mantener a la Fed en el centro de la gestión financiera, Bernanke y Geithner se vieron obligados a sacrificar un peón. Aceptaron que se creara un organismo de protección del consumidor independiente, la Oficina para la Protección Financiera del Consumidor de Warren.[41] Esto permitió a la campaña en favor de la reforma anotarse un importante triunfo, lo que encolerizó a los grupos de presión. En gran medida era irrelevante para la visión sobre la estabilización del sistema de Geithner y Bernanke. Podían aceptar la regulación de las tarjetas de crédito

y de los créditos al consumo siempre que retuvieran la supervisión de los bancos con balances superiores a 50.000 millones de dólares. En realidad, la protección del consumidor y la regulación macroprudencial podían ser incompatibles. Como le comentó Larry Summers al presidente, la «junta de seguridad aérea no debería estar a cargo de proteger la viabilidad financiera de las líneas aéreas».[42] Era razonable, pero cabía una observación adicional. Aunque hay muchas agencias de seguridad, no existen organismos encargados de garantizar la viabilidad financiera de las líneas aéreas o de ningún otro sector salvo el de los bancos. Se espera que las líneas aéreas se ocupen de sus propias finanzas. Pero Geithner y Summers preferían soslayar las ramificaciones de esta idea.

Tras la caída de Lehman, lo que más preocupaba al Tesoro era cómo se podía contener de manera segura a un megabanco en quiebra. Para Geithner, no existía ningún sustituto de la combinación que finalmente había estabilizado la situación en octubre de 2008: poderes amplios de garantía de la FDIC, preferiblemente en combinación con un aporte de liquidez general de la Fed y una recapitalización y una protección contra las pérdidas orquestadas por la Fed y el Tesoro. La crisis había demostrado que era necesaria una autoridad de resolución dotada de suficientes recursos para aquellos bancos que ya no se pudieran salvar. Pero había mal ambiente en el Congreso y Sheila Bair estaba en pie de guerra. En el fondo, la ley Dodd-Frank representaba un profundo rechazo de las prácticas de 2008. No habría más rescates pagados por los contribuyentes. La Fed podía ofrecer un aporte general de liquidez, pero tenía prohibido facilitar mecanismos hechos a medida para bancos concretos. Tras consultar con el presidente y la Fed, se exigió al Tesoro que sometiera a las entidades insolventes al control de la FDIC. Gestionaría el banco como si fuera un negocio en marcha con vistas a dividirlo y vender las partes. El único elemento de control que conservó el Tesoro fue la responsabilidad de financiar la resolución de la FDIC. Los costos se recuperarían después de que hubiera pasado la crisis mediante un gravamen impuesto al sector financiero. Bernanke y la Fed creían que podían tolerarlo. Al presidente de la Fed nunca le habían gustado las intervenciones *ad hoc* que había tenido que realizar en virtud de los poderes de emergencia del apartado 13(3). En opinión de Geithner, suponían una limitación alarmante. Como de costumbre, recurrió a su analogía favorita entre las crisis financieras y la seguridad nacional: «El presidente tiene poderes extraordinarios para

proteger al país de amenazas contra nuestra seguridad nacional. Estos poderes van acompañados de limitaciones cuidadosamente definidas, pero permiten al presidente actuar con rapidez en casos extremos. El Congreso debe conferir al presidente y a los equipos financieros de primera respuesta los poderes necesarios para proteger al país de la devastación de las crisis financieras».[43]

Para Geithner, la «furia populista» de la «agenda de expiación» era una peligrosa distracción para la implacable tarea técnica de abordar una crisis.[44] Pero el dolor y la angustia causados por la crisis eran fuerzas a tener en cuenta. Se manifestaban en la sociedad estadounidense en oleadas y uno de esos momentos fue a principios de 2010, cuando la ley Dodd-Frank alcanzó un punto crítico durante su dificultosa tramitación en el Congreso. Tres años después del estallido de la burbuja inmobiliaria, las consecuencias de la contracción del crédito y del desempleo masivo se dejaron sentir. Entre 2007 y 2009, se habían embargado 2,5 millones de casas y aún no se había tocado fondo. A comienzos de 2010, 3,7 millones de familias se habían retrasado más de noventa días en el pago de sus hipotecas. Millones trataban con dificultad de salir adelante y se retrasaban uno o dos meses en los pagos. A lo largo de los doce meses siguientes 1,178 millones de viviendas fueron embargadas durante el peor año de la crisis. Como los precios seguían cayendo, cada vez más propietarios pasaron a tener un patrimonio negativo. Como señaló un analista a principios de 2010: «Nos encontramos en el momento de máxima vulnerabilidad. El apego emocional de la gente a su propiedad se está desvaneciendo».[45] En las zonas más afectadas, como Florida, el 12 % de las propiedades fueron abandonadas por sus propietarios o las embargaron los bancos. Las ejecuciones hipotecarias se realizaban a un ritmo tal, que estaban sujetas a procedimientos legales prácticamente automatizados que resultaron ser ruinosamente defectuosos. En medio de una maraña administrativa y jurídica de pesadilla, cada vez más víctimas se vieron afectadas por la crisis.

El contraste entre la suerte de Wall Street y la de Main Street resultaba cada vez más intolerable. Se había rescatado a los grandes bancos. Algunos de los jefes más desaprensivos podrían afrontar acciones legales, pero no se enfrentaban a la ruina personal. Se retiraron a disfrutar de sus vidas de riqueza y comodidades.[46] Nadie había ido a la cárcel. Y los que estaban en la cúspide de Wall Street se estaban recuperando aparentemente sin

avergonzarse ni reflexionar sobre lo ocurrido. En 2009, el pago de bonificaciones fue mejor que nunca y ascendió a 145.000 millones de dólares para los ejecutivos de los principales bancos de inversión, gestores de activos y fondos de cobertura frente a los 117.000 millones de 2008.[47] Goldman obtuvo unos beneficios de 13.400 millones para sus accionistas y pagó a su personal 16.200 millones en remuneraciones y bonificaciones.[48] Sorprendentemente, incluso Citigroup, que registró unas pérdidas de 1.600 millones en 2009 y solo sobrevivió gracias a la intervención estatal, desembolsó 5.000 millones en bonificaciones. Los banqueros estaban felices de dejar atrás el pasado, pero la población estadounidense, no. En la primavera de 2010, el índice de aprobación de Wall Street entre la población en general era del 6 %.[49] Y los reguladores y sus abogados por fin estaban afrontando los acontecimientos de los tres últimos años. El 16 de abril de 2010, la SEC anunció que presentaría cargos contra Goldman Sachs por engañar a los inversores a los que había vendido bonos de titulización hipotecaria de calidad inferior. El anuncio desató una tormenta de indignación. Por fin uno de los peces gordos iba a tener que atenerse a las consecuencias. Para vergüenza de la administración, la ley DoddFrank no salió adelante gracias al impulso del Tesoro o la Casa Blanca, sino a una nueva oleada de furia popular.

Los ánimos estaban tan exaltados en la primavera de 2010, que una coalición formada por el Tesoro, demócratas centristas y grupos de presión empresariales bloquearon un intento de última hora de prohibir que cualquier banco que se beneficiara de la garantía de la FDIC participara en operaciones de derivados de cualquier clase. Para los bancos más grandes habría sido realmente oneroso. El compromiso resultante solo «excluyó» el 10 % de los derivados menos peligrosos. Una propuesta de última hora para abordar el problema de los «demasiado grandes para caer» fijando un límite máximo al tamaño total de los balances bancarios también fue bloqueada en el comité bancario por Chris Dodd y otros aliados «moderados». En el último momento, en mayo de 2010, se incorporó a la ley definitiva una enmienda vital, la enmienda Collins.[50] La elaboró entre bastidores la FDIC y exigía que las normas de capital que la Fed y los reguladores establecieran para los bancos más grandes igualaran como mínimo el nivel exigido a los bancos más pequeños regulados por la FDIC. Bair quería revertir el favoritismo mostrado a los grandes bancos en el marco de Basilea II. También quería asegurarse de que los requerimientos de capital se aplicaran

a los *holdings* y también a las filiales de la banca comercial. La Fed y el Tesoro se opusieron. Insistieron en que establecer los requerimientos de capital era una prerrogativa reguladora suya. Los bancos se quejaron de que las nuevas y exigentes normas de capital los obligarían a recortar el crédito en 1,5 billones de dólares. A final, todo se redujo a una lucha en el proceso de conciliación entre la Cámara y el Senado, en la que la senadora Susan Collins y Bair se impusieron con el respaldo de Dodd.

IV

La legislación Dodd-Frank, cuya entrada en vigor firmó Obama el 21 de julio de 2010, fue considerada la ley regulatoria más importante desde los años treinta. Los detractores se burlaron diciendo que no ponía el listón muy alto. Era fácil mantener una actitud cínica con respecto a un texto legislativo confuso, plagado de compromisos y tan definido por lo que omitía como por lo que incluía. Y la incoherencia llegó a ser aún más palmaria tras la aprobación de la ley. Mientras la legislación se tramitaba en el Congreso, los grupos de presión del sector bancario, conscientes de lo exaltados que estaban los ánimos, se habían contenido. Como sabían muy bien, la aprobación de la ley solo era el primer paso. Una vez que la ley fue incorporada al código legal y comenzó el debate sobre su aplicación entre bastidores, se abalanzaron sobre la legislación. Entre la complejidad inherente del tema, la rivalidad entre los reguladores y el vociferante clamor de los grupos de presión, la aplicación de la ley Dodd-Frank se convirtió en una pesadilla.

En general, la ley Dodd-Frank instaba a los reguladores y a los organismos a formular 398 normas nuevas para el sector financiero. Cada una de ellas se convirtió en blanco de las presiones sin restricciones de las partes interesadas, que ahora podían maniobrar lejos del foco en los debates del Congreso. En julio de 2013, cuando ya habían transcurrido tres años desde la aprobación de la ley, apenas se habían completado 155 de las 398 normas exigidas.[51] La controvertida norma Volcker fue un ejemplo de ello.[52] Cómo establecer divisiones internas dentro de los bancos para aislar el dinero de los clientes de las operaciones por cuenta propia era un asunto sumamente técnico y polémico. Incluso con la mejor voluntad del mundo, era prácticamente imposible trazar una línea entre las operaciones de un banco para crear un mercado para un cliente y las operaciones por cuenta

propia. El resultado no fue tanto una línea reguladora «clara» como una mancha de Rorschach. Hasta diciembre de 2013 los cinco organismos involucrados no se pusieron de acuerdo sobre la redacción de la norma Volcker, 1.238 días después de que fuera aprobada la ley Dodd-Frank.[53] El resultado fue un documento de 71 páginas con un apéndice explicativo de nada menos que 900 páginas. Más que decir a los bancos lo que tenían que hacer, se les invitaba a demostrar que no estaban infringiendo la norma. Quedaba por negociar cuál sería una prueba de cumplimiento.[54] El mejor consejo que podían ofrecer los abogados era que competía a los bancos decidir con qué nivel de «tolerancia a los riesgos regulatorios» estaban conformes. Tras aprobar la ley en julio de 2010 y presentar la formulación «final» de la norma Volcker en diciembre de 2013, el año 2014 empezó con una nueva ronda de debates sobre la «orientación» que se seguiría para explicar estos riesgos regulatorios. Lo único que estaba claro era que generaría una enorme demanda de personal encargado del cumplimiento y de abogados de empresa. Según la célebre opinión de Jamie Dimon, de J. P. Morgan, para sortear el nuevo «sistema», un banquero no solo necesitaba los servicios de un abogado, sino también de un psiquiatra.[55]

La ley Dodd-Frank no solo causó inquietud a los banqueros. A Geithner le preocupaba cómo funcionaría durante una crisis. Temía que el proceso formal de resolución centrado en la FDIC entorpeciera la respuesta a la crisis. Pero eso hacía que tuviera más valor la prevención de las crisis y señala el cambio realmente significativo que introdujo la ley Dodd-Frank. Perpetuaba e institucionalizaba el régimen de pruebas de resistencia iniciado en la primavera de 2009 y, en ese sentido, fue pionera de un nuevo tipo de gestión denominada regulación macroprudencial.[56] Para ello era necesario que se evaluara a los bancos no solo en función de sus modelos de negocio, sino en relación con su impacto en la estabilidad macroeconómica. En cambio, los escenarios macroeconómicos se evaluaban teniendo en cuenta su impacto en los principales bancos. En lo sucesivo, el riesgo de una crisis financiera ya no sería motivo de intervención *ad hoc* en las economías de mercado emergentes, como había ocurrido en los años noventa. Debía ser una preocupación permanente de los gobiernos de todo el G20. El Consejo de Estabilidad Financiera creado por la ley Dodd-Frank ofrecía a la Fed, al Tesoro y a los demás reguladores una plataforma permanente desde la que desarrollar esta nueva clase de supervisión y control. Cuando los reguladores gubernamentales adquirieron

unos conocimientos cada vez más sofisticados de las finanzas modernas, los bancos crearon gigantescos equipos encargados del cumplimento para interactuar a diario con las autoridades reguladoras. Gracias a la interacción entre ambos se llevó a cabo la crucial tarea de definir las normas de los tres parámetros más importantes para la estabilidad financiera: el capital, el apalancamiento y la liquidez. Era una relación profundamente incestuosa llena de conflictos de intereses. Para los conservadores estadounidenses, fue el momento en el que el noble liberalismo empresarial se yuxtapuso a la actuación en beneficio propio del corporativismo liberal.[57] E iba más allá de la sociología de las interacciones burocráticas y las puertas giratorias que conectaban a los reguladores, los bufetes de abogados y los bancos. Para entender cómo funcionaba la lógica de esta implicación basta con volver a las pruebas de resistencia de mayo de 2009.

Era evidente que la acreditación de la estabilidad de un grupo central de bancos de importancia sistémica otorgaba a estos un privilegio. Reducía sus costes de financiación y ese era en realidad el objetivo. Pero esto desvía la atención de la labor de obtención de capital en sí y no tiene suficientemente en cuenta los detalles de las pruebas. Si el objetivo era restablecer la solidez financiera de los bancos, la emisión de nuevas acciones no era la única opción. En realidad, el 60% de las pérdidas estimadas de 600.000 millones de dólares previstas en el escenario utilizado en las pruebas de resistencia de 2009 se cubrirían con «otros recursos que no eran capital». Una nota informativa adjunta a la tabla pertinente explicaba que la fuente principal de estos «recursos» adicionales serían los «ingresos netos antes de provisiones».[58] Los ingresos netos antes de provisiones (PPNR, por sus siglas en inglés) se definen como los ingresos netos por intereses y por servicios menos los gastos no atribuibles a intereses. No es lo mismo que las ganancias porque no tienen en cuenta las provisiones para pérdidas, pero existe una relación estrecha. Uno de los ejes principales de la política de la Fed y el Tesoro para el futuro inmediato era garantizar que los diecinueve bancos principales de Estados Unidos obtuvieran un porcentaje suficientemente amplio de PPNR. Había mucho en juego. Los bancos que no generaran suficientes PPNR no superarían la prueba de resistencia y tendrían que acudir al mercado o solicitar fondos del TARP.

El Tesoro había esquivado las peticiones de nacionalización y de «resolución» de Citigroup gracias a las pruebas de resistencia. En aras de la estabilidad financiera y de minimizar la sangría de fondos del TARP, el

Tesoro y la Fed estaban convirtiendo en un objetivo del gobierno restaurar los ingresos de los bancos a unos niveles saludables. La lógica era ineludible. Si la estabilidad financiera, junto con el control de la inflación y el empleo, eran ahora un objetivo clave de la política económica, entonces los beneficios de los bancos eran una de las variables intermedias clave. Cuantos más beneficios, mayor solidez en los balances de los bancos y mayor estabilidad. Como parte del régimen de pruebas de resistencia, la Fed recopiló estadísticas sobre los PPNR y desarrolló modelos con los que predecir su posible evolución en distintos escenarios macroeconómicos.[59]

Pero la implicación no acababa ahí. Era lógico que, tras haber apuntado a los beneficios de los bancos, los reguladores también tuvieran algo que decir sobre lo que los bancos hacían con ellos.[60] Según explicaba un comunicado de prensa de la Fed dos años más tarde, en noviembre de 2011, como parte de su «Comprehensive Capital Analysis and Review»:

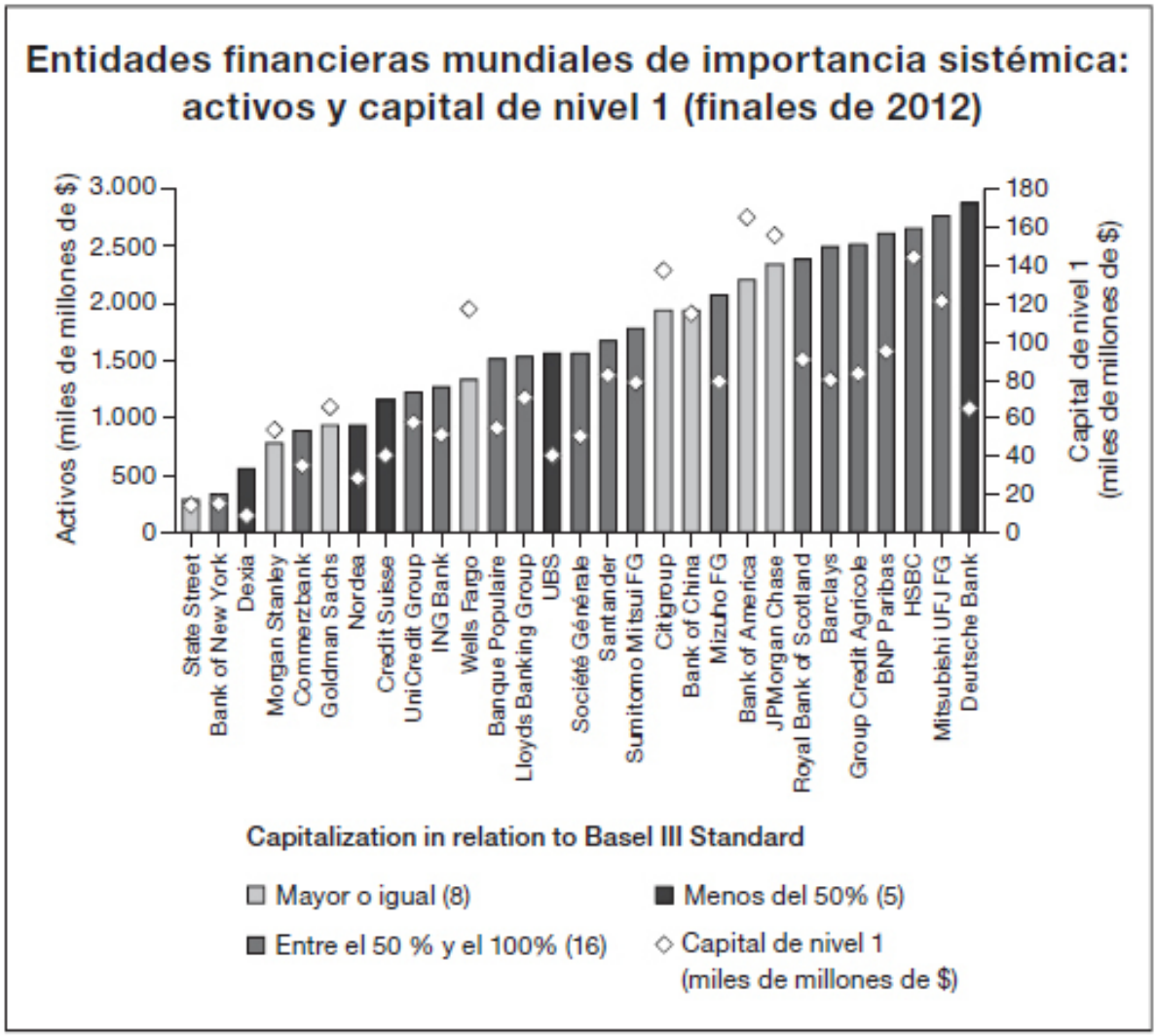
«[L]a Reserva Federal evaluará anualmente la adecuación del capital de las entidades, los procesos internos de evaluación de la adecuación del capital y sus planes de distribución de capital, como el pago de dividendos o la recompra de acciones. La Reserva Federal solo aprobará incrementos de dividendos u otras distribuciones de capital para aquellas compañías cuyos planes de capital sean aprobados por supervisores y sean capaces de demostrar suficiente solidez financiera para actuar con éxito como intermediarios financieros en escenarios de tensión macroeconómicos y de los mercados financieros, incluso después de realizar las distribuciones de capital deseadas».[61]

Obama y Geithner habían bloqueado los intentos de nacionalización, pero en un irónico giro histórico, menos de veinte años después de la derrota del comunismo, tras la crisis mundial más profunda que había experimentado el capitalismo desde los años treinta, los bastiones de las finanzas estadounidenses tendrían que negociar «planes de capital» aprobados por el gobierno antes de pagar dividendos a los accionistas. La necesidad imperiosa de salvaguardar la estabilidad del sistema así lo requería. Fue un drástico ejercicio de regulación intrusiva en un sector que en otro tiempo se había enorgullecido de ser el *bulldozer* de la libertad de mercado. Y ya desde el principio estuvo claro que los cambios adoptados por Estados Unidos no se detendrían en sus fronteras. Tendrían que estar acompañados de medidas globales: primero, garantizar que Estados Unidos no sufriera una desventaja competitiva; y segundo, garantizar que las

prácticas peligrosas no fueran deslocalizadas. Los ministros de Hacienda del G20 habían resuelto durante las decisivas reuniones mantenidas en octubre de 2008 que no se dejaría caer a las entidades financieras de importancia sistémica. Ahora la cuestión era cómo podían ser reguladas. Los estadounidenses habían dado el primer paso. El marco general lo establecería el Comité de Basilea.

V

La urgencia con la que se inició el proceso de cambio fue asombrosa. Para llegar de las crisis bancarias de principios de los años setenta a las primeras regulaciones de Basilea en 1988 habían hecho falta catorce años de negociaciones deslucidas. El proceso formal de revisión que transformó Basilea I en Basilea II empezó en 1999. Ocho años más tarde, cuando golpeó la crisis, todavía no se habían aplicado plenamente las nuevas normas. Basilea III comenzó a un ritmo totalmente diferente. El primer llamamiento a la acción provino del G20 en noviembre de 2008. En el verano se reunió el nuevo Consejo de Estabilidad Financiera presidido por el gobernador del banco central italiano, Mario Draghi. Draghi se había formado con Bernanke en el MIT en los años setenta y era un claro exponente del nuevo híbrido entre las finanzas y la macroeconomía. En septiembre de 2009 proseguían los debates técnicos. Unas semanas más tarde empezaron a circular rumores de que el Comité de Basilea, siguiendo el modelo de las pruebas de resistencia estadounidenses, había identificado treinta grupos financieros de «importancia sistémica» a escala mundial.[62] Estarían sujetos a norma de capital más estrictas y obligadas a redactar testamentos vitales que establecerían por adelantado cómo se disolverían en caso de que sucediera lo peor. El G20 dio el visto bueno a las nuevas regulaciones en la cumbre de Seúl de noviembre de 2010. El primer listado de las veintinueve entidades financieras de importancia sistémica plenamente sujetas al marco de Basilea III fue publicado en noviembre de 2011.



Fuente: A. Rostom y M. J. Kim, «Watch Out for SIFIs-One Size Won't Fit All», Banco Mundial (blog), 1 de julio de 2013, http://blogs.worldbank.org/psd/watch-out-sifis-one-size-wontfit-all. Datos: *The Banker*, julio de 2012 e informes anuales de los bancos.

Tras la crisis, estas veintinueve entidades, con sedes en Estados Unidos, Europa, Japón y China, poseían un total de 46 billones de dólares en activos, lo que representaba aproximadamente el 22% de todos los activos financieros mundiales. A partir de entonces, estarían sometidas a un régimen especial de supervisión, no solo a escala nacional mediante pruebas de resistencia, sino también a nivel mundial. En vista de la mecánica de la crisis de 2008, Basilea III se centró en nuevos ámbitos de regulación. Para dotarlas de mayor resistencia ante una «retirada masiva de repos», todas las entidades financieras de importancia sistémica tendrían que poseer suficientes activos líquidos de alta calidad que se pudieran vender o

recomprar para cubrir treinta días de salidas netas de sus actividades. Además, para limitar el desfase de vencimientos, los bancos tendrían que demostrar que disponían de suficiente financiación estable a largo plazo para asegurar sus carteras de préstamos a largo plazo. Las regulaciones de Basilea III tenían por objeto garantizar que los bancos no pudieran verse en la situación de un Northern Rock, con un balance gigantesco de hipotecas a largo plazo financiadas con fondos a corto plazo e inestables del mercado mayorista. Con el tiempo se convertirían en las innovadoras y controvertidas regulaciones de Basilea III. Pero en la primera etapa de la batalla sobre las nuevas regulaciones el primer plano lo ocuparía el tema clásico del capital.

Tras la crisis, muchos economistas reformistas reclamaron un enorme refuerzo del capital.[63] Los economistas Anat Admati y Martin Hellwig encabezaron una petición para que se exigiera a los bancos poseer un capital equivalente al 20-30% de su balance, la clase de coeficiente de capital típica de otras empresas y de los fondos de cobertura. Con ello adquirirían una enorme solidez. Y habría justificado tasas de rendimiento mucho más bajas. Por la misma razón, los bancos mundiales se opusieron enérgicamente, ya que no tenían ninguna intención de convertirse en aburridos proveedores de servicios financieros. A la vanguardia estaba el Instituto de Finanzas Internacionales. Entre sus miembros figuraba toda la comunidad bancaria mundial: bancos estadounidenses, europeos y asiáticos. Su director, Charles Dallara, era un veterano negociador de la deuda soberana que había supervisado los primeros pasos de la carrera de Tim Geithner en el Tesoro estadounidense en los años ochenta. El enérgico presidente del grupo era Josef Ackermann, el presidente suizo del Deutsche Bank. Sostenían que una recapitalización agresiva desaceleraría el crédito y, por tanto, el crecimiento económico. Según los modelos econométricos internos del IIF, un incremento del 2% en los requerimientos de capital para las entidades financieras mundiales de importancia sistémica haría caer el PIB en Estados Unidos, Japón y Europa un 3 % y reduciría el crecimiento anual hasta un 0,6%. Como la recuperación trataba de lograr un crecimiento del 1 o el 2%, el pronóstico era ominoso.[64] Se trataba de un argumento tendencioso e hipotético que los partidarios de una ampliación del capital se vieron forzados a refutar con su propia econometría, aún más compleja.

En medio de la guerra entre los modelos económicos en Basilea, Sheila Bair se erigió en la portavoz de la ampliación del capital. Los reguladores

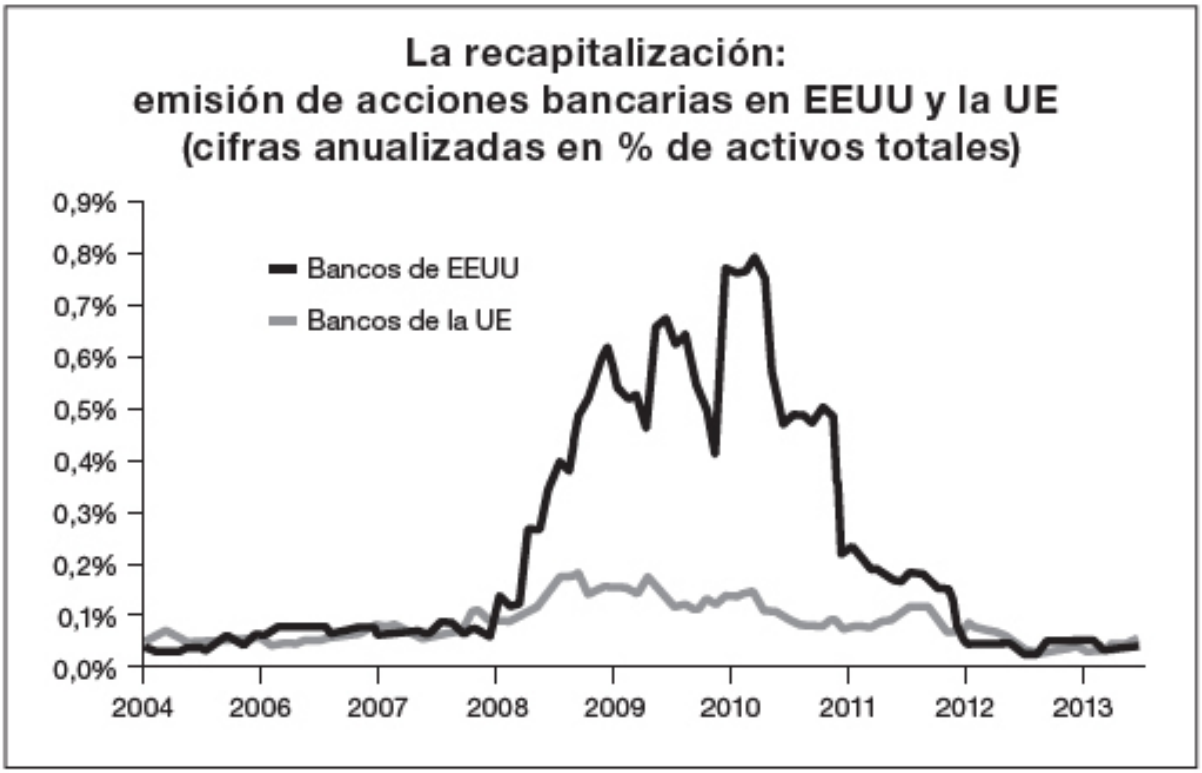
suizos estaban presionando en una dirección similar. Después de que UBS hubiera estado al borde de la quiebra y de las enormes pérdidas registradas por Credit Suisse, entendieron claramente que no se podían permitir la quiebra de alguno de sus megabancos.[65] El resto de la delegación estadounidense no fue tan lejos como Bair. El compromiso que surgió supuso un cambio sustancial, pero en modo alguno radical. Las nuevas normas especificaban que el requisito mínimo indispensable para el capital de nivel 1 ordinario en relación con los activos ponderados en función del riesgo sería del 7 % para todos los bancos. Sin embargo, los bancos de importancia sistémica tendrían que poseer cantidades superiores, en función de su tamaño y su impacto en la economía mundial. Entre noviembre de 2014 y enero de 2019, se exigiría a las 29 entidades seleccionadas elevar su capital en relación con los activos ponderados en función del riesgo a entre un 8 y un 12,5 %, dependiendo de su nivel de importancia sistémica.[66] Se podía añadir otro 3,5 % en forma de, por ejemplo, obligaciones convertibles que, en momentos de tensión, se transformarían de bonos a acciones. Cabe destacar que, a diferencia de en el marco de Basilea II, el apalancamiento se medía de dos maneras. El criterio básico se estableció para los activos ponderados en función del riesgo, que los bancos podían calcular aplicando fórmulas internas arcanas. Pero como prueba de solidez más ordinaria, el apalancamiento ponderado en función del riesgo se comprobaba con una ratio simple de activos bancarios totales/capital con capacidad de absorber pérdidas. No debía situarse por debajo de un «coeficiente de apalancamiento» de capital/activos del 3 %. Bair y sus camaradas estaban indignados. En Estados Unidos, gracias a la enmienda Collins y la norma fijada por la FDIC, el nivel era más elevado. El hecho de que no se hiciera más en Basilea tuvo menos que ver con la delegación estadounidense que con la oposición europea.

Desde la crisis, Berlín y París habían estado hablando con firmeza de las finanzas anglosajonas y la Comisión Europea por fin había tomado conciencia de la necesidad de crear una capacidad contra incendios financieros. El grupo De Larosière sobre la regulación financiera presentó un informe en febrero de 2009.[67] Recomendaba una estructura europea de supervisión bancaria totalmente nueva que en 2011 se materializó en la formación de cuatro organismos nuevos: la Autoridad Bancaria Europea (ABE), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ), así

como una Junta Europea de Riesgo Sistémico para supervisar la regulación macroprudencial. En el plano organizativo tenía un alcance mucho mayor que la ley Dodd-Frank. Pero, aunque el grupo De Larosière reconocía que los gigantescos bancos transfronterizos planteaban enormes problemas a los supervisores nacionales y pese a que el comité admitía que las estructuras federales de Estados Unidos representaban una clara ventaja a la hora de gestionar crisis, solo recomendaba acuerdos *ad hoc* de reparto de la carga y se oponía a la idea de un sistema común de garantía de depósitos. La visión que proponía se basaba en la coordinación y la armonización de medidas nacionales, no una unión bancaria.[68] Mientras tanto, pese a todos los esfuerzos para crear nuevos organismos de supervisión, en la cuestión de los modelos de negocio y la recapitalización de los bancos, el progreso de Europa era penosamente lento.[69]

En mayo de 2009, con Estados Unidos marcando la pauta, el Comité de Supervisores Bancarios Europeos anunció que iba realizar un ejercicio de planificación de posibles escenarios en los bancos europeos. Pero el Comité insistió en que no se trataba de «una prueba de resistencia para identificar a bancos individuales» y que «los resultados [seguirían siendo] confidenciales».[70] Había razones para temer los resultados de una investigación más exhaustiva. Como los bancos estaban desesperados por evitar el estigma de la ayuda oficial, prácticamente no se habían utilizado los centenares de miles de millones de fondos públicos asignados en toda Europa en octubre de 2008 para financiar la recapitalización. Mientras tanto, los precios bajísimos de las acciones bancarias encarecieron la captación de capital a través de los mercados. Como consecuencia, ya en abril de 2009 el FMI calculaba en su primer y devastador resumen de la crisis financiera que Estados Unidos iba muy por delante en la recapitalización bancaria.[71] Según el FMI, los bancos europeos se enfrentaban a al menos otro billón de dólares en depreciaciones en 2010, además de las pérdidas que ya habían reconocido. Era el doble que en Estados Unidos. En informes locales de toda Europa circulaban cifras aún más alarmantes. En abril de 2009, el *Süddeutsche Zeitung* consiguió un documento filtrado del banco regulador alemán BaFin que parecía sugerir que en las carteras de los bancos alemanes había 816.000 millones de euros en activos que o eran tóxicos o invendibles en las condiciones vigentes.[72] En el verano de 2009, Alemania aprobó una nueva legislación para promover que los bancos malos absorbieran esta deuda tóxica. Pero, una

vez más, no se utilizaron los fondos. Las medidas europeas eran de facilitación, no obligatorias. El FMI calculaba que para restablecer cierta estabilidad, los bancos europeos necesitarían en total entre 500.000 millones y 1,25 billones de dólares, ya fuera en nuevo capital o en beneficios acumulados y retenidos. Sin embargo, lejos de buscar activamente fondos nuevos, los bancos europeos fueron muy por detrás de sus competidores estadounidenses en los años siguientes.



Fuente: D. Schoenmaker y T. Peek, «The State de the Banking Sector in Europe», OECD Economics Department Working Papers 1102 (2014), gráfico 8, http://dx.doi.org/10.1787/ 5k3ttg7n4r32-en

Este sorprendente gráfico, que muestra la agresividad con la que los bancos estadounidenses captaron capital respecto a los europeos, sirve como una conclusión adecuada para la primera fase de la crisis. El TARP, seguido de las pruebas de resistencia, la ley Dodd-Frank y la planificación de capital colocaron al sistema bancario estadounidense en la senda de la recuperación. Se descartaron opciones más radicales. Los bancos seguían siendo demasiado grandes para caer. Lejos de reducir su tamaño o dividirse, J. P. Morgan, Goldman Sachs, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo y Morgan Stanley eran un 37 % más grandes en 2013 que en 2008.[73] Los

recursos del Estado fueron puestos unilateralmente al servicio de los directivos y el accionariado. Pero si el objetivo era sacar a los bancos estadounidenses de la sala de urgencias, funcionó. Como insistía Geithner, la prueba definitiva de su política de estabilización era la solidez financiera de los bancos y, en ese aspecto, los datos eran bastante inequívocos. Entre 2009 y 2012, los dieciocho bancos más grandes de Estados Unidos incrementaron su capital común de 400.000 millones a 800.000 millones de dólares. Redujeron la ratio de la financiación mayorista de 1,38 dólares por dólar de los depósitos minoristas garantizados por la FDIC a 0,64 dólares. Al mismo tiempo, aumentaron el porcentaje de sus activos en efectivo, títulos del Tesoro e instrumentos de alta liquidez del 14 al 23 %.[74] La exclusiva conclusión y la cooperación que el Tesoro y la Fed finalmente habían conseguido establecer en octubre de 2008 estaba haciendo su trabajo.

En cambio, la falta de una recapitalización global del herido sistema bancario de Europa fue una omisión que constituye unos de los puntos de inflexión fundamentales de la crisis. Con la ayuda de los préstamos a bajo interés del BCE de Trichet, muchos bancos optaron por intentar disparar sus beneficios comprando deuda pública con mayores rendimientos. Pero el fracaso a la hora de acumular nuevo capital hizo que los bancos europeos no estuvieran en condiciones de afrontar nuevas crisis. Mientras Estados Unidos se empezaba a estabilizar, en Europa la crisis bancaria de 2008 se fusionaría un año más tarde con una nueva crisis: un pánico en el mercado de deuda pública de la zona euro. El hilo conductor entre la crisis de las hipotecas de alto riesgo y la crisis de la eurozona fue la fragilidad de los balances de los bancos europeos. La combinación de ambas crisis representaría uno de los puntos de inflexión trascendentales de la historia económica de Europa desde 1945. Sacudiría la política europea hasta sus cimientos, crearía una fuerte división en el seno de la economía atlántica entre Europa y Estados Unidos, y supondría un profundo desafío para las relaciones transatlánticas.

III
LA ZONA EURO

Capítulo 14
GRECIA 2010: «EXTEND & PRETEND»*

En verano de 2009, una vez que se hubo cauterizado la crisis del sector bancario, las economías europea y estadounidense empezaron a recuperarse. Pero las réplicas continuaron. Con el aislamiento que brindaban la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro, en Estados Unidos esas réplicas ya no se manifestaban como un estrés agudo del sistema financiero, sino como la miseria que se propagaba entre millones de familias que se enfrentaban a cuotas hipotecarias inasumibles y casas cuyo valor ya no equivalía a la deuda que se les había atribuido. La oleada de ejecuciones hipotecarias en hogares estadounidenses no alcanzó su apogeo hasta principios de 2010. En otras palabras, los deudores seguían incumpliendo los pagos, pero el desastre no planteaba riesgos sistémicos. Eran los desamparados que apenas recibían ayuda de la administración de Obama u otros. El principal respaldo para la economía, al margen de la generosa provisión de liquidez de la Reserva Federal, eran los estabilizadores automáticos del aparato fiscal, que dejaron una profunda merma en las finanzas públicas, no solo en Estados Unidos, sino en todas las economías avanzadas. En 2010, ello tendría repercusiones negativas globales que exigían la consolidación económica y un regreso a la agenda de sostenibilidad fiscal tan cacareada antes de la crisis. Controlar la ratio de deuda/PIB se convertiría en un mantra. Después de la esplendidez de los rescates bancarios de 2008 vino la austeridad, aunque no para los mismos, por supuesto. Pero el dinero es fungible. En última instancia, la atención sanitaria, la educación y los servicios gubernamentales locales eran elementos del mismo presupuesto que debía dar cabida a los costes del rescate financiero.

En la zona euro, el salto de la generosidad de la crisis bancaria a la posterior austeridad adoptaría una forma especialmente dramática, ya que, en tres de sus Estados miembro más pequeños, el impacto económico de la crisis fue abrumador. Después de la debacle de 2008, Grecia, Irlanda y Portugal se sumieron en una situación presupuestaria cada vez más insostenible. De los tres, la coyuntura de Grecia e Irlanda era la más grave.

La deuda pública griega simplemente era demasiado grande y debía ser reestructurada. Irlanda se vio abrumada por las consecuencias del aterrador anuncio el 30 de septiembre de 2008 de que garantizaría 440.000 millones de euros en pasivos. Teniendo en cuenta las presiones a las que estaban sometidas Grecia e Irlanda en 2009, la única manera razonable de proceder era llevando a cabo una reestructuración de deuda, también conocida como recorte de valoración para los tenedores de bonos o, de manera más eufemística, participación del sector privado. En Grecia, ello tendría que implicar a prestamistas del Estado. En Irlanda, eran los acreedores bancarios cuyas demandas no podían satisfacerse razonablemente. Como en cualquier bancarrota, esto conllevaba una violación de los derechos de propiedad y generaría incertidumbre. El riesgo de contagio era grave. Si Grecia o Irlanda se reestructuraban, ¿quién sería el siguiente? Teniendo en cuenta la debilidad de los bancos europeos, podía ser peligroso infligirles más pérdidas. Y, dado su nivel de interconexión con el sistema financiero estadounidense, esa preocupación no quedaría relegada a Europa. Por tanto, no es de extrañar que las situaciones de Grecia e Irlanda, seguidas de Portugal, causaran estrés político y económico y que ello se propagara a ambos lados del Atlántico. Pero lo que sucedió en la zona euro a partir de 2010 fue extraordinario.

La negación y la falta de iniciativa y coordinación que habían caracterizado la primera respuesta de Europa a la crisis bancaria en septiembre y principios de octubre de 2008 fueron un presagio de lo que se avecinaba. En otoño de 2008, la primera fase de la crisis, el estrés todavía podía contenerse en el ámbito nacional. En 2010, se desbordó en una batalla general por el futuro de Europa. La moneda única europea a punto estuvo de quedar hecha añicos. Grecia, Portugal, Irlanda y España se sumieron en depresiones inéditas desde la década de 1930. Italia se convirtió en un daño colateral. El crédito soberano de Francia corría peligro. Algunos primeros ministros fueron destituidos. Algunos partidos políticos se hundieron. Las pasiones nacionalistas se avivaron hasta su punto de ebullición. La administración de Obama hacía frente a la posibilidad de que la nueva crisis europea repercutiera en Estados Unidos. En la primavera de 2009, Francia y Alemania habían dado lecciones de estabilidad económica a Reino Unido y EE. UU. Un año después, se veían obligadas a recurrir al FMI para que ayudara no solo a Grecia, sino a la zona euro en su conjunto. Y eso no era

suficiente. Dos años después, la crisis de la zona euro seguía amenazando la estabilidad económica global.

I

Vistos desde la perspectiva más amplia de la crisis global que llegaba desde Wall Street hasta Seúl, los problemas de Grecia e Irlanda no eran inusuales y para explicarlos no es necesario echar mano de rasgos idiosincrásicos de los gobiernos de la zona euro.[1] Irlanda era un enorme paraíso fiscal. Los costes del rescate que se impuso Dublín eran suficientes para poner en peligro al Estado fiscalmente más seguro. Era la pesadilla de Lagarde de octubre de 2008 hecha realidad: una crisis del sistema económico europeo demasiado grande como para que un país anfitrión la resolviera por sí solo. Los políticos de Dublín se vieron condicionados por el pánico y sus estrechos lazos con la comunidad bancaria local, pero el veto de Merkel a cualquier solución colectiva para Europa convirtió la situación de Irlanda en algo insostenible. Cuando, el 15 de enero de 2009, Dublín se vio obligada a nacionalizar Anglo Irish Bank, ya había rumores de una intervención del FMI. Los bonos soberanos de Irlanda fueron liquidados y su riesgo de impago se disparó incluso por encima del de Grecia.[2]

Si en 2008 Grecia hubiera estado en la situación de Hungría, que era miembro de la UE pero se hallaba fuera de la zona euro, con toda probabilidad se habría unido a los países de Europa del Este en la primera ronda de programas anticrisis del FMI.[3] Grecia no se vio directamente atrapada en la crisis económica transatlántica. Sus bancos tenían, a lo sumo, intereses regionales. La crisis llegó a Grecia a través de sus sectores exportador y turístico. Entonces intervinieron los estabilizadores fiscales. Los ingresos tributarios se desplomaron. Nada de esto era inusual en 2008 y 2009. Lo que distinguía a Grecia era la precariedad de su posición fiscal cuando sobrevino la crisis. Cabe insistir en que Grecia no había aprovechado su pertenencia a la zona euro para excederse en la solicitud de préstamos. El grueso de su deuda se acumuló en los años ochenta y noventa, cuando sus dos partidos principales, el PASOK (socialdemócrata) y Nueva Democracia (democristiano), captaron votos con la promesa de la modernidad y opulencia de Europa occidental.[4] En 2006, el nivel de deuda griega en relación con el PIB era más bajo que cuando se incorporó a la

zona euro en 2001. Pero no se redujo demasiado, y sin los retoques habría sido peor. El error de Atenas fue no aprovechar el período excepcional de crecimiento rápido y tipos de interés bajos para reducir su deuda. Cualquier aumento repentino del déficit o los tipos de interés probablemente la arrastrarían de la mera gestión a la insolvencia. Eso es exactamente lo que ocurrió en 2008. En respuesta a la crisis, el gobierno conservador de Nueva Democracia abandonó cualquier restricción fiscal y, al mismo tiempo, los tipos de interés para Grecia como prestatario soberano más débil se dispararon.

En julio de 2009, Atenas alertó al Eurogrupo de que su déficit podía estar ascendiendo al 10 % del PIB o más. Pero, en aquel momento, ninguna de las dos partes consideró oportuno hacerlo público. La ruptura se produjo el 4 de octubre, cuando el electorado griego echó al partido de centro-derecha Nueva Democracia y otorgó una gran mayoría a un gobierno PASOK de mentalidad reformista. Dos semanas después, la administración de George Papandreou rompió su silencio.[5] Atenas anunció a Eurostat, la agencia estadística europea, que su déficit rebasaría el 12,7 %. De repente, las revisiones presupuestarias para 2009 llevaron la deuda griega del 99 % al 115 % del PIB. Unos déficits de decenas de miles de millones que se sumaban continuamente a la deuda ya existente y el aumento de los tipos de interés pronto harían que el problema fuera imposible de contener. Solo en 2010, Grecia debía efectuar enormes reembolsos que ascendían a 53.000 millones de euros, lo cual habría sometido a presión a cualquier prestatario. Pero Grecia no tenía problemas de liquidez. Era un país insolvente. Según un cálculo, para estabilizar sus deudas tendría que recaudar beneficios tributarios equivalentes a un 14 % del PIB y recortar el gasto en el mismo porcentaje, lo cual era políticamente imposible. Lo que debía hacer Grecia era reestructurar y pactar con sus acreedores una reducción de sus exigencias. Hacer cualquier otra cosa, sumar nuevos préstamos a una carga de deuda que ya se hacía insoportable, pospondría el problema, pero al precio de aumentar su envergadura.

Por supuesto, la reestructuración era una opción impopular entre los acreedores. En 2007, los bonos de Grecia prácticamente tenían los mismos rendimientos que los de Alemania. A finales de 2009, de los 293.000 millones de euros de deuda pública pendientes, 206.000 eran de propiedad extranjera, 90.000 eran propiedad de bancos europeos y más o menos la misma cantidad correspondía a fondos de pensiones y seguros. Rebajar esas

valoraciones de los acreedores aliviaría la carga griega. Pero también echaría a Grecia del club de los prestatarios europeos respetables. En un momento anterior de su historia, el PASOK tal vez habría convertido una bancarrota nacional en una ruptura liberadora.[6]

En 2009 ya no era un movimiento de esa índole. La reestructuración sumiría a Atenas en negociaciones humillantes con sus acreedores. Con toda probabilidad, intervendría el FMI. De hecho, la reestructuración no solo era impopular, sino innombrable. Si alguien quería postergar lo inevitable y avanzar como pudiera, lo crucial era mantener la confianza. Una mera mención a la posibilidad de una reestructuración probablemente sembraría el pánico, cancelaría la financiación a corto plazo y haría que el impago inmediato fuera inevitable. Sin embargo, llegado el momento las matemáticas eran inexorables, con independencia de la táctica adoptada. Las deudas de Grecia eran demasiado grandes y no dejaban de crecer. La reestructuración era ineludible. Pero, más que un corte limpio, lo que trascendió fue una acción prolongada y agonizante en la retaguardia nublada por la ofuscación y la táctica incesantemente repetida de «extend & pretend».

¿Dónde comenzó esta retorcida senda? Un punto de partida tan bueno como otro cualquiera es la primavera de 2010, cuando el primer ministro griego Papandreou visitó París para reunirse con el presidente Sarkozy y su gobierno. Los franceses dejaron claro que no querían una crisis. Tampoco querían oír hablar de reestructuraciones. Su intención era movilizar fondos para rescatar a los griegos. Desde la agitación del otoño de 2008, cuando Budapest se vio empujada a los brazos del FMI, un comité secreto integrado por los Estados europeos más importantes había mantenido diversas reuniones para debatir cómo respondería la zona euro si uno de sus miembros se veía arrastrado por una crisis al estilo húngaro.[7] París y la Comisión Europea estaban unidas en el deseo de una solución para toda Europa. Para los griegos, sin duda era tranquilizador. Tal como ocurriría durante toda la crisis de la zona euro, en Francia había poca o ninguna histeria antirrescate.[8] Aunque los franceses aportarían casi tanto como Alemania en términos per cápita a todas las medidas de rescate de la zona euro y solo un poco menos en términos generales, la cuestión nunca fue politizada en igual grado. Pero eso plantea la pregunta: ¿por qué París estaba tan dispuesta a malgastar dinero en Grecia?

El presidente Sarkozy nunca dejaba escapar la oportunidad de ganar puntos a costa de las finanzas anglosajonas. Resultaba aún más bochornoso que, en Grecia, fueran los bancos franceses los que se encontraban más desprotegidos. Paribas era el mayor titular extranjero de deuda griega. Crédit Agricole tenía una gran exposición a través de una subsidiaria griega. Y la entidad más frágil de todas era Dexia.[9] La hoja de balance de BNP Paribas era lo suficientemente sólida como para absorber pérdidas en Grecia. La exposición directa de Dexia a Grecia ascendía a tan solo 3.000 millones de euros. En condiciones normales, no era una amenaza potencialmente fatal. El hecho de que constituyera un motivo de preocupación obedecía, en primer lugar, al pésimo estado de la hoja de balance de Dexia. Sin duda era un talón de Aquiles y, en 2010, nadie quería solucionarlo. La ciudadanía no toleraría otro rescate bancario. Y las inquietudes iban más allá de Dexia y los de su clase. Todo el modelo de negocio de los bancos más importantes de Europa, incluso campeones nacionales franceses como BNP Paribas, era inquietante. Seguían recurriendo a las finanzas al por mayor. Si su crédito empezaba a fallar, se encontraban a merced de los títulos comerciales y los mercados de reportos. La confianza en los mercados financieros no se había recuperado de las sacudidas que habían sufrido desde 2007. Un golpe a la confianza en la zona euro podría ocasionar una retirada general de la financiación. No solo estaba en juego Grecia, sino toda la red de deuda transfronteriza, en la que la apuesta francesa, como la de otros prestamistas ricos, era verdaderamente enorme.

En total, los préstamos bancarios concedidos a lo que vino en llamarse la periferia de la zona euro —Grecia, Irlanda, Portugal y España— superaba los 2,5 billones de dólares. De ese total, las entidades francesas tenían en juego unos 500.000 millones de dólares y las de Alemania más o menos la misma cifra. Buena parte de esos préstamos no tenían como destinatarios a los gobiernos. España e Irlanda se habían visto engullidas por la gigantesca inflación del sector inmobiliario, que ahora estaba deshinchándose. Sobre todo en España, había razones para temer por la estabilidad no de las finanzas del gobierno, sino de los prestamistas hipotecarios nacionales. Más allá de la periferia, resultaba aún más preocupante la deuda de Italia. Su situación presupuestaria estaba controlada de manera mucho más estricta que la de Grecia. De hecho, antes de la crisis, contaba con superávits primarios (antes de los pagos de intereses). Pero su nivel de deuda era

inquietantemente elevado y, en mayo de 2008, la presidencia italiana había sido conquistada por Silvio Berlusconi, quien, pese a sus credenciales como empresario y a sus socios conservadores de coalición, era considerado un oportunista peligroso. Nadie quería que las llamas del pánico llegaran a Italia. Además de este último estaban Bélgica y la propia Francia. Fue esta estructura de deuda en tres niveles la que impulsó las políticas de la crisis de la zona euro desde el punto de vista francés: los pequeños deudores soberanos en bancarrota —Grecia y Portugal— en la parte más baja; las víctimas del *boom* inmobiliario con grandes pasivos de la crisis bancaria —Irlanda y más tarde España—; y, por último, los deudores públicos realmente grandes, encabezados por Italia. En lo que respectaba a París, la sostenibilidad a largo plazo de la deuda griega era menos importante que mantener la integridad de esa gigantesca pirámide.

La pirámide de deuda en la zona euro (en miles de millones de dólares)

Exposición de los bancos globales a la deuda de la zona euro en el primer cuarto de 2010									
Exposición a	Tipo de exposición	Alemania	España	Francia	Italia	Otros miembros zona euro	Reino Unido	EE.UU.	Total mundial
Grecia	Sector público	23,1	0,9	27	3,3	22,9	3,6	5,4	92,5
	Bancos	10,5	0	3,9	1,2	2,6	2,2	3,1	26,1
	Privados no bancarios	10	0,2	40,2	2,2	14,5	6	5,2	83,2
	Total reclamaciones extranjeras	43,6	1,1	71,1	6,8	40,1	11,8	13,6	20,2
	Otras exposiciones	7,4	0,5	40,5	2	7,8	4,7	27,5	95,2
	Total exposición	51	1,6	111,6	8,8	47,9	16,5	41,2	297,2
Irlanda	Sector público	3,4	0,2	8,7	0,9	3,8	7,3	1,9	29,7
	Bancos	46	2,5	21,1	3,6	14	42,3	24,6	168,6
	Privados no bancarios	118,1	9,6	20,5	12	66,8	114,4	34,1	421,7
	Total reclamaciones extranjeras	167,5	12,3	50,3	16,5	84,9	164	60,6	621,1
	Otras exposiciones	38,3	3,9	35,4	12,1	7,6	58,4	53,2	222,7
	Total exposición	205,8	16,2	85,7	28,6	92,5	222,4	113,9	843,8
Portugal	Sector público	9,9	10,6	20,4	2,2	11,5	2,6	1,6	62,9
	Bancos	20,3	7,4	7,3	3,1	7	6,6	2	55,4
	Privados no bancarios	8,2	66,7	14,4	1,1	8,2	15,8	1,6	118,4
	Total reclamaciones extranjeras	38,4	84,7	42,1	6,5	267	25	5,2	236,7
	Otras exposiciones	8,1	23,3	7,6	2,9	2,4	7,4	32,1	85,6
	Total exposición	46,6	108,8	49,7	9,4	29,1	32,4	37,3	322,4
España	Sector público	30		46,9	2,3	19,1	7,6	4,9	127,6
	Bancos	95		69,7	11,1	68,7	27,6	28,6	317,4
	Privados no bancarios	55,2		83,1	16,4	98,3	75	28,7	378,2
	Total reclamaciones extranjeras	180,2		199,8	29,9	186,1	110,2	62,2	824,1
	Otras exposiciones	37,7		44,4	12,6	14,4	31,5	124,1	278,5
	Total exposición	217,9		244,2	42,5	200,6	141,7	186,4	1.102,6
Italia	Sector público	55,6	11,8	119,4		nd	12,2	21,3	371,3
	Bancos	54,5	3,1	51,2		nd	13,4	13,6	171,4
	Privados no bancarios	66,1	24,2	309,9		nd	43	17,8	445,5
	Total reclamaciones extranjeras	176,2	39,3	480,1		143,6	68,6	52,7	988,2
	Otras exposiciones	58,2	20,3	97,6		nd	28,8	237,3	487,1
	Total exposición	234,4	59,6	577,7		nd	97,4	290	1.475,3

Nota:
(1) Las otras exposiciones incluyen contratos derivativos, garantías y compromisos de crédito.

(2) Las cifras de la exposición sectorial para Italia en el primer cuarto de 2010 se han calculado aplicando las proporciones del último cuarto de ese mismo año.
(3) Las cifras de otras exposiciones a Italia en los casos de Alemania, España y Francia se han calculado aplicando proporciones relativas a las reclamaciones extranjeras totales en el último cuarto de 2010.
Fuentes: Estadísticas bancarias consolidadas del Banco de Pagos Internacionales y *BIS Quarterly Review*, septiembre de 2010: http:// www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1009.pdf

Desde luego, una acogida tan afable en París fue tranquilizadora para Atenas. Pero ello debería haber hecho saltar las alarmas. ¿Deseaba Grecia ser el lugar en el que Francia libraría su batalla por la estabilidad económica de la zona euro? ¿Un rescate estaba concebido para minimizar el riesgo de los bancos europeos con una expansión excesiva y evitar un bochorno a los políticos que probablemente interesaría a los contribuyentes griegos? Los riesgos para Grecia eran obvios. En el lado francés también cabía preguntarse si, en caso de que el propósito fuera solidificar el euro, la mejor táctica era demorar una resolución sencilla y exhaustiva para la enorme deuda de Grecia. Si se trataba de elegir una línea de contención, ¿Grecia era realmente el lugar donde uno defendería su posición? Por utilizar la fea metáfora que pronto se extendería por toda la zona euro, ¿no habría sido mejor amputar el miembro gangrenoso, esto es, empujar agresivamente a Grecia hacia la reestructuración?[10] Había riesgos en ambos bandos y París optó también por «extend & pretend».

Al principio, parecía que en el lado alemán podía imponerse una actitud similar. Los bancos alemanes, al igual que los franceses, estaban muy desprotegidos ante los prestatarios más débiles de la zona euro. La lógica de la estabilidad sistémica no fue algo que Berlín pasara por alto.[11] En febrero de 2009, cuando se intensificó la presión contra Grecia e Irlanda, Peer Steinbrück, el ministro de Economía, había calmado a los mercados anunciando: «Si un país de la zona euro está en apuros, colectivamente tendremos que ayudarlo. Los tratados de la región no prevén ayudas para países insolventes, pero, en realidad, los demás Estados tendrían que rescatar a quienes estén pasando por dificultades».[12] Un año después, cuando el gobierno de Papandreou buscaba ayuda, intervino Josef Ackermann, el enérgico consejero delegado de Deutsche Bank y presidente del IIF. Viajó a Atenas a principios de 2010 para proponer un préstamo público-privado de 30.000 millones de euros.[13] Es verosímil que, con Berlín y París a bordo, aplicar una tirita hubiera calmado a los mercados y reducido los rendimientos al punto de que Grecia pudiera avanzar

renqueante. Pero la deuda se acumulaba inexorablemente. Y ¿qué habría sucedido cuando la zona euro se hubiera visto azotada por la siguiente oleada proveniente de Irlanda o Portugal? Para un prestatario insolvente, una nueva deuda es un parche, no una solución.

Sea como fuere, en la primavera de 2010 las hipótesis eran irrelevantes. Cuando los alemanes acudieron a las urnas el 27 de septiembre de 2009 tras una campaña extremadamente disputada, echaron a Steinbrück y el SPD del poder. Angela Merkel siguió como canciller, pero ahora con el FDP, partidario del mercado libre y las bajadas de impuestos.[14] Eran más del gusto ideológico de la canciller, pero ahora actuaba desde una base política más reducida y tendría que prestar aún más atención al frente nacional. Para satisfacción de los conservadores, Steinbrück fue sustituido por Wolfgang Schäuble como ministro de Economía. Schäuble era un integrador europeo convencido perteneciente a la generación de Helmult Kohl en los años ochenta. Como conservador cristiano de la etapa de la guerra fría, poseía una amplia visión estratégica de la UE como defensora de la civilización occidental en una era de globalización.[15] Para Schäuble, el Rechtsstaat, el Estado de derecho, era el pilar de este concepto de Occidente y, como ministro de Economía, el freno de deuda plasmado en la Constitución era su máxima preocupación legal. El FDP, nuevo socio de coalición de CDU, era un partido favorable a las empresas y los recortes tributarios, así que ello limitaba a Schäuble en el ámbito de los ingresos. Lo que necesitaban Alemania y Europa era disciplina fiscal. Si Grecia no podía estar a la altura, desde los años noventa Schäuble había sido un defensor acérrimo de la visión de una Europa con varias velocidades, en la que un grupo central marcaba el ritmo mientras las naciones menos competitivas y disciplinadas seguían a la cola. El 11 de febrero de 2010, el gobierno de Merkel asombró a los mercados al acordar con sus socios la adopción de medidas urgentes para respaldar al euro como tal, pero el veto a cualquier oferta de ayuda concreta para Grecia. Como decía un alto cargo de la UE a los periodistas: «Alemania está pisando a fondo el freno de la ayuda económica. Por cuestiones legales, por cuestiones constitucionales y por principios».[16]

La negativa de Berlín a ceñirse al guion del rescate era preocupante para los franceses y estremecedora para los griegos. Pero no debería haber sorprendido a nadie. El artículo 125.º del tratado de Maastricht prohibía los rescates mutuos. El tratado de Lisboa que finalmente entró en vigor en diciembre de 2009, justo cuando estalló la crisis griega, había reforzado la

prioridad de la responsabilidad del Estado nación. También bloqueaba la ruta hacia la mutualización de la deuda, que tal vez habría permitido que un consorcio europeo compartiera la carga que conllevaba el respaldar cierto porcentaje de las deudas de Grecia. En un juicio crucial al tratado de Lisboa celebrado el 30 de junio de 2009, el Tribunal Constitucional alemán había puesto otro obstáculo a cualquier avance hacia la integración de la UE.[17] Karlsruhe aplicó una rigurosa prueba de responsabilidad democrática antes de que pudieran transferirse más competencias a Bruselas. Lo que aceptaría Berlín el 11 de febrero de 2010 fue un apoyo de último recurso al euro como tal, pero no quedaba claro qué significaba eso para una «manzana podrida» como Grecia. Sin duda, el país recortaría el déficit y emprendería una reforma del mercado laboral para potenciar el crecimiento. Pero Alemania no estaba de humor para un rescate. La gran mayoría de los políticos y la opinión pública de Alemania parecían dispuestos a permitir que los mercados se salieran con la suya tanto con Grecia como con sus acreedores. Si era necesaria una rebaja de la deuda, que así fuera. Si Atenas no podía pagar, todo el espectro político alemán respaldaba la reestructuración de la deuda a expensas de los bancos.[18] Los sondeos demostraban que dos tercios de quienes apoyaban la ayuda para Grecia exigían también que los bancos realizaran aportaciones al paquete de medidas.[19] Esos llamamientos se vieron reforzados por grupos de presión como la liga de contribuyentes alemanes, que exigía la participación del sector privado.[20] Era un planteamiento riguroso y muy arriesgado cuyo atractivo para la ciudadanía alemana era congruente con el hecho de que esta solía culpar a los bancos «de otros países» y subestimar el peligro que corrían las instituciones financieras de su propio país.

Este era el dilema básico de la crisis de deuda de la zona euro. Grecia necesitaba una rebaja. Los alemanes no se oponían a ello y eran favorables al recorte de valoración de los acreedores. Pero el Gobierno griego del PASOK no quería pagar el precio de un problema creado en buena medida por su predecesor. No solo habría que reestructurar las deudas estatales, sino también el sistema bancario griego. Estaba en juego todo el tejido social y político del país. Los franceses se oponían a la rebaja de la deuda y París no solo contaba con el apoyo de otras naciones deudoras europeas, sino también del BCE. A este último le horrorizaba la posibilidad de un impago soberano en la zona euro. ¿Y los riesgos de contagio? Sin duda, lo que necesitaba Grecia era una saludable dosis de disciplina económica. Esa

era la respuesta popular. La austeridad sería el medicamento que tendrían que tragar los griegos en los próximos años. Pero el ajuste presupuestario exigido era poco realista y su impacto en la economía griega resultó devastador. Puesto que la reestructuración era, a la postre, inevitable, la cuestión debería haber sido cómo llevarla a cabo de forma segura, cómo crear un marco en el que la deuda pudiera ser rebajada e infligir deudas a los acreedores sin causar un pánico generalizado. El problema era que el mero hecho de decirlo en voz alta significaba sembrar el error antes de que la red de seguridad estuviera preparada. Mientras se prolongaba y fingía y se negaba la necesidad de reestructuración, era difícil generar impulso para una iniciativa colectiva europea destinada a la creación de instituciones. Y no podría hacerse sin Alemania, la cual, aunque no descartaba reestructurar a Grecia y sus acreedores, no mostraba el menor entusiasmo por poner en marcha los mecanismos necesarios para que dicha reestructuración fuera segura.

La renuencia alemana era corta de miras, pero comprensible. Ya en la primavera de 2010 estaba claro que una solución exhaustiva al problema de la crisis de deuda soberana exigía (1) una recapitalización agresiva de los bancos europeos para permitirles sobrevivir a las pérdidas, un proyecto en el que Europa ya iba por detrás de Estados Unidos en 2009; (2) que un fondo europeo respaldara esa recapitalización bancaria, ya que, de lo contrario, la iniciativa podía desestabilizar las frágiles finanzas de los Estados más pequeños, una propuesta que Berlín ya había vetado en octubre de 2008; (3) que el BCE estabilizara los mercados de bonos, ya fuera proporcionando liquidez a los bancos europeos o mediante compras activas en la línea de los programas de la Reserva Federal, aunque una monetización completa de la deuda estaba prohibida por el tratado del BCE y la opinión conservadora en Alemania detestaba una intervención de esa índole; (4) un TARP («banco malo») europeo respaldado con el presupuesto de los gobiernos nacionales para comprar la deuda soberana de los Estados europeos más débiles, una propuesta que bloqueó la prohibición del tratado de Lisboa a la mutualización. Para que todo esto fuera menos inconcebible en términos políticos se llegó a la disciplina fiscal (5). Los contribuyentes de países solventes del norte como Holanda y Finlandia, pero, sobre todo Alemania, debían saber que no estaban aprovechándose de ellos. Antes de que pudiera darse una mutualización de responsabilidades, debería existir un acuerdo sobre las normas fiscales. El listón se había fijado en mayo de

2009 con la enmienda constitucional del freno de deuda alemán. Para Berlín, menos que eso significaba ceder. Trabajar en esos problemas interrelacionados haría que la senda hacia la contención, por no hablar de la resolución de la crisis de deuda griega, fuera sumamente agónica. Entre tanto, los mercados financieros observaban con una mezcla de ansiedad e impaciencia y un ojo puesto en los beneficios especulativos que podían obtenerse al comerciar con la incertidumbre.

II

La búsqueda de una solución comenzó a principios de 2010 en el Ministerio de Economía de Schäuble. Aparentemente sin coordinación previa con la cancillería de Angela Merkel, Schäuble propuso que la UE creara un Fondo Monetario Europeo (FME) capaz de desempeñar en la zona euro el papel de reestructuración, estabilización y disciplina que llevaba a cabo el FMI en el escenario global.[21] Una versión de la idea del FME, impulsada entre otros por Thomas Mayer, el economista jefe de Deutsche Bank, era que el fondo respaldara las deudas de un país hasta un límite del 60 % del PIB. Por encima de ese nivel, la deuda debía ser reestructurada y los tenedores de bonos sometidos a un recorte de valoración proporcional y uniforme.[22]

Era una propuesta de lo más ambiciosa que reflejaba los profundos compromisos federalistas de Schäuble con respecto a Europa. Quería utilizar la crisis para sacar adelante la agenda de la integración europea, que había quedado inacabada en Maastricht en 1992. Si Berlín hubiera prestado su pleno apoyo a la idea de un FME y si su presupuesto hubiera tenido una envergadura apropiada (se necesitaban cientos de miles de millones de euros), es posible que la crisis hubiera tomado otro rumbo. Si Berlín hubiera aceptado el desafío, es inconcebible que el resto de los gobiernos de la zona euro hubieran podido resistirse. Algo muy parecido a esto es lo que decidirían apresuradamente en 2012. Pero esa oportunidad de liderazgo alemán para la crisis no tenía vacante. En la primavera de 2010, el plan de Schäuble fue abatido por fuego amigo.[23] La canciller Merkel no era una federalista europea. No sentía el menor deseo de reabrir las condiciones del tratado de Lisboa por las que tanto había luchado y que tan solo habían empezado a entrar en vigencia. Tampoco iba a ceder a Bruselas su fondo monetario. Era demasiado escéptica con respecto a la capacidad de Europa

para la autodisciplina y debía pensar en el dictamen del Tribunal Constitucional alemán sobre Lisboa. Entendía que eran necesarias unas medidas radicales, pero su propuesta, más que crear un FME, era simplemente lograr que el FMI sancionara a la zona euro.

Obligar a Grecia a que acudiera al FMI resultaba atractivo para los conservadores alemanes.[24] El Fondo, con su ambicioso director general, el francés Dominique Strauss-Kahn, estaba dispuesto a involucrarse. Pero también había dudas. El FMI ya había invertido decenas de miles de millones de euros en Europa del Este. La zona euro había recibido aún más. En una nueva era de globalización, ¿un compromiso profundo en Europa era la dirección adecuada para el FMI? Y, al tratar con países europeos con una poderosa representación en la junta directiva del Fondo, ¿sus economistas podían estar seguros de que se impondría su experiencia? Más concretamente, ¿aceptaría Europa los consejos del FMI en la cuestión de la reestructuración? ¿Comprendía siquiera las políticas que debía poner en práctica el FMI? Después de su desastrosa experiencia en la crisis argentina de 2001, el FMI había establecido nuevas reglas.[25] El Fondo solo haría préstamos a países solventes; en caso contrario, debía producirse una reestructuración. Y si realizaba el préstamo, insistiría en hacerlo pronto, antes de que cundiera el pánico. Dada la magnitud del arsenal especulativo que podía movilizarse en los mercados financieros apalancados, prestar una vez que se hubiera instalado el miedo probablemente sería caro e ineficaz. En vista de lo mucho que había progresado la crisis en Grecia en los primeros meses de 2010, era difícil argumentar que cumpliera alguno de esos criterios.

De nuevo podemos ver la posibilidad de un camino alternativo: ¿podría haber respaldado Berlín la exigencia del FMI de una reestructuración inmediata en Grecia? Sin duda, el análisis retrospectivo llevado a cabo por el Fondo indica que habría sido una opción más adecuada.[26] Pero el veto de Merkel a la idea del Fondo Monetario Europeo deja entrever el principal obstáculo de semejante estrategia. No estaba dispuesta a plantearse las medidas adicionales que serían necesarias para que la reestructuración fuese segura. Y la propuesta de intervención del FMI puso al resto de Europa en su contra. De hecho, Schäuble, el ministro de Economía de Merkel, hizo público que consideraría la intervención del FMI una «humillación» para Europa.[27] Para Sarkozy, cualquier injerencia del FMI era impensable: «Olvídense del FMI. El FMI no es para Europa. Es para África. ¡Es para

Burkina Faso!», dijo al Gobierno griego a principios de marzo.[28] El BCE, por su parte, también se negó de plano a cualquier medida que conllevara una reestructuración de la deuda y la intervención del FMI. Ya era bastante negativo que los bonos hipotecarios estadounidenses hubiesen desencadenado la crisis bancaria. Para Trichet, era simplemente impensable que la firma soberana de la deuda pública en la zona euro no se cumpliera en su totalidad. E involucrar al FMI en los asuntos internos de Europa era echar sal a la herida. La objeción de Trichet no era que el FMI fuera para África, sino que fuese «estadounidense».[29]

Trichet tenía motivos para estar preocupado por el mundo exterior, ya que, cuando se trataba de la zona euro, todas las miradas se volvían hacia el BCE. Si este era un banco central como la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, no había necesidad de que existiera una crisis de deuda soberana. Grecia no había solicitado préstamos en dólares, sino en euros, y había delegado al BCE el poder soberano para imprimir su divisa. Su destino y el del resto de la zona euro estaba en manos de Trichet. Lo único que debía hacer el BCE para frenar la oleada de inestabilidad en los tipos de interés griegos era actuar como lo hacían los bancos centrales en todo el mundo: comprar bonos soberanos. Por supuesto, la compra de bonos no era una solución a largo plazo. Grecia necesitaba reestructuración, disciplina fiscal y crecimiento económico. Pero estaba en juego la estabilidad financiera de una gran zona económica. La deuda pública griega era solo un pequeño elemento del sistema financiero europeo. Los tratados fundacionales del BCE limitaban su derecho a comprar deuda griega emitida recientemente. Pero podía comprar bonos en circulación como parte de una campaña de estabilización del mercado. Si el BCE no intervenía, no era una cuestión económica, sino política, y en el invierno de 2009-2010 parecía que los banqueros centrales de Europa estaban decididos a adoptar una línea dura. En lugar de mantener la generosa provisión de liquidez que había ofrecido en 2009, el BCE permitió que expiraran los LTROs.[30] En abril de 2010 empezó a debatir un nuevo régimen en el que aplicaría recortes graduales a los bonos soberanos con una calificación inferior, lo cual limitaría su atractivo para los bancos.[31] Trichet había entrado en el peligroso juego de sustituir la presión en los mercados de bonos por las estructuras federales de gobierno fiscal y económico que no existían en la zona euro. Bajo la atenta mirada del BCE, el aumento de los rendimientos de los bonos obligaría a los griegos a ponerse serios con la disciplina fiscal y emprender reformas

económicas. Al adoptar esta estrategia, Trichet no solo estaba cumpliendo su propia agenda. También estaba apaciguando al Bundesbank y al profesor Axel Weber, su ortodoxo director. Cualquier compra de bonos por parte del BCE era vista en Alemania como una amenaza inflacionista. Asimismo, y más pertinentemente, se interpretaba como una mutualización encubierta de la deuda. Por medio de la hoja de balance del BCE, los contribuyentes alemanes acabarían siendo acreedores del resto de la zona euro.[32] Por supuesto, lo mismo ocurriría con todos los demás accionistas del BCE. Pero lo que preocupaba a los euroescépticos germánicos era el porcentaje de Alemania.

Durante los primeros meses de 2010, la discusión llegó a un punto muerto. La presión de los mercados sobre Grecia se intensificó. Los inversores extranjeros estaban deshaciéndose de toda la deuda griega que pudieran vender. Los europeos de línea dura podían interpretarlo como una manera legítima de imponer disciplina, pero, para los inversores, la falta de decisión resultaba inquietante. ¿Quién sería el próximo? ¿Irlanda? ¿Italia? Para el Gobierno griego era francamente aterrador. El 19 de mayo de 2010, Atenas debía realizar un pago de 8.900 millones de euros. No estaba claro de dónde sacaría el dinero. Desesperado por encontrar una solución, el gobierno del PASOK buscó ayuda al otro lado del Atlántico.

En la primavera de 2010, los europeos portadores de malas noticias no eran bienvenidos en la Casa Blanca. La administración de Obama había seguido de cerca el desarrollo de la crisis de deuda griega y había apelado a los europeos a actuar con rapidez.[33] Pero su gobierno también se hallaba hundido en lodazales políticos internos. Gracias a las chapuceras elecciones especiales celebradas en Massachusetts en enero tras la muerte de Teddy Kennedy, los demócratas habían perdido su mayoría a prueba de filibusteros en el Senado. La aprobación de la reforma de la sanidad se había convertido en una extenuante guerra de desgaste. Dodd-Frank parecía estar varado. Lo último que necesitaban el Tesoro y la Reserva Federal era una nueva crisis. Pero, en la primavera de 2010, estaba claro que la negativa de los europeos a negociar con Grecia amenazaba precisamente con eso.

Sesenta y tres años antes, una crisis política en Grecia había desencadenado una transformación en la política de EE. UU. El 12 de marzo de 1947, cuando los británicos declararon su incapacidad para derrotar a la insurgencia comunista en la guerra civil griega, el presidente Truman anunció la doctrina de contención, uno de los primeros

movimientos de la guerra fría. Ese verano, el general George Marshall, secretario de Estado de Truman, respaldó la contención con su legendaria promesa de ayuda económica a Europa. En 2010 no existía un antagonista como la Unión Soviética que presionara a la administración de Obama. Lo que convertía a Grecia en un problema para Estados Unidos no era un choque global de ideologías, sino el dinero que fluía por el sistema circulatorio de las finanzas transatlánticas. Los fondos de cobertura estadounidenses tenían centenares de miles de millones de dólares en juego en los bancos europeos, sobre todo franceses. Eran esos mismos bancos los que corrían peligro en Grecia. Y las sucursales estadounidenses de esos mismos bancos europeos también eran grandes prestamistas de familias y empresas de EE. UU. Cualquier crisis económica en la zona euro tendría repercusiones en Estados Unidos.

El 9 de marzo de 2010, un mes después de que Alemania bloqueara la iniciativa de un rescate rápido para Grecia, el presidente Obama y sus principales asesores económicos, Larry Summers y Tim Geithner, se reunieron con el presidente griego y su delegación. El mensaje de Obama fue alentador. Washington aprobaría su aportación del 17 % en ayudas del FMI y respaldaría que Merkel solicitara apoyo a la UE.[34] La oposición a la intervención del FMI por parte de Francia y el BCE podría ser superada. Pero la Casa Blanca dejó clara una cosa: no podía mencionarse una reestructuración de la deuda. «No podemos vivir otro Lehman», zanjó Obama. Que la deuda griega fuera sostenible no preocupaba a Estados Unidos. La prioridad de Washington era impedir el contagio económico. No podía barajarse la posibilidad de una reestructuración hasta que los europeos hubieran encontrado la manera de estabilizar los mercados de bonos y estuvieran dispuestos a llevar a cabo una recapitalización total de los bancos de Europa. Y, debido al estancamiento franco-alemán, ese acuerdo no parecía probable.

De este campo de fuerza de intereses nació la primera iteración de «prolongar y fingir». Europa entró en un régimen de emergencia que no estaba definido por un único autor soberano, sino por la ausencia de una autoridad de esa índole.[35] En una cumbre de la UE celebrada el 25 de marzo de 2010, Merkel, que obvió las objeciones de Francia y el BCE y tenía a Washington de su parte, forzó la intervención del FMI.[36] Sería una acción conjunta de la Unión Europea y el FMI, como ya había sucedido en los países bálticos el año anterior. Pero, en esta ocasión, el BCE participaría

plenamente. Un comité integrado por la UE, el BCE y el FMI formaría lo que pronto sería la impopular «troika», que dictaría políticas a Grecia y los demás «países receptores de ayuda financiera». Sin embargo, la reestructuración fue descartada. En eso, Washington se alineó con los franceses y el BCE. La deuda griega existente se pagaría con nuevos préstamos de la troika, con independencia de si el resultado era sostenible o no. El FMI tendría que adaptar sus procedimientos de actuación a las circunstancias. Para satisfacer la insistencia de Merkel en las normas de Lisboa, el componente «europeo» no consistiría en medidas adoptadas colectivamente por medio de las instituciones centrales de Bruselas o financiadas por los Estados miembros; ello exigiría un cambio del tratado y podía sobrepasar la línea trazada por el Tribunal Constitucional alemán. Por el contrario, consistiría en créditos nacionales individuales para Atenas sobre una base bilateral y voluntaria coordinada en todo el Eurogrupo, la poderosa pero informal reunión de los ministros de Economía de la eurozona. Para evitar la apariencia de un rescate —prohibido por Maastricht—, los préstamos no se harían en condiciones favorables. Los tipos de interés serían altos y se impondría una tasa administrativa a fin de compensar las inconveniencias para los prestamistas. Por último y más importante, dicho apoyo no se prestaría de manera preventiva para impedir una pérdida de confianza de los mercados. Se ofrecería únicamente como último recurso si Grecia perdía acceso a los mercados. Estaría en manos del país, por medio de la austeridad, eludir ese momento el máximo tiempo posible.

Para los griegos de a pie, ello equivalía a recortes salariales en todo el sector público. Los trabajadores eventuales no serían renovados. El límite a los despidos en el sector privado fue eliminado. Se elevó la edad de jubilación, así como el IVA y otros impuestos al consumo. Una economía que ya estaba bajo presión sufrió otra contracción. Una población que ya tenía uno de los niveles de vida más bajos de Europa bajó varios escalafones más. El movimiento obrero griego se movilizó en una furiosa protesta. Pero al menos bastó para satisfacer a los mercados de bonos. En los últimos días de mayo de 2010, Atenas pudo emitir una última porción de deuda a largo plazo: 5.000 millones de euros en siete años a algo menos del 6 %. Como cabía esperar, la demanda entre los inversores fue tibia.[37] Europa estaba preparando una red de seguridad. La única pregunta era cuándo caería Grecia por el precipicio.

III

El 30 de marzo, los mercados no se vieron sacudidos por noticias provenientes de Grecia, sino de Irlanda. La factura por recapitalizar los bancos irlandeses que habían entrado en bancarrota estaba disparándose. Solo para Anglo Irish Bank, Dublín estaba presupuestando ahora 34.000 millones de euros, más de lo que había ingresado Irlanda por tributaciones en 2010. Pronto, el déficit irlandés sería peor que el de Grecia.[38] En Irlanda eran los bancos los que estaban rebajando el bono soberano. En Grecia, el mecanismo funcionaba a la inversa. Los depositantes astutos de los bancos griegos eran conscientes de que sus ahorros se habían invertido en los bonos gubernamentales que Atenas estaba intentando cubrir. En los primeros meses de 2010, fueron retirados 14.000 millones de euros de los bancos griegos y trasladados a otros lugares de la zona euro. Los primeros fueron los oligarcas, que movieron grandes sumas a través de Chipre, pero pronto los siguieron depositantes de clase media que retiraban unos pocos miles de euros cada vez.[39] Despojadas de fuentes de financiación, las entidades griegas recurrieron a su banco central, la sucursal local del BCE, donde Trichet seguía permitiéndoles recomprar bonos del mercado griego cuya calificación se había visto rebajada. Era un sistema de soporte vital muy importante que otorgaba al banco central autoridad no solo sobre el Gobierno griego, sino también sobre la sociedad griega y la economía en general. Sin la aprobación de Fráncfort no habría dinero en los cajeros automáticos, pero tampoco se llevaría a cabo una reestructuración de la insostenible deuda griega.

En abril, mientras la troika discutía quién aportaría qué y cuál sería la envergadura del paquete de rescate para Grecia, el tiempo se agotaba.[40] Una reducción de categoría por parte de la agencia de calificación Fitch hizo que las rentabilidades de deuda del Gobierno griego se dispararan al 7,4 %. La mañana del 22 de abril, Eurostat anunció que su cálculo del déficit griego en 2009 se había elevado ahora al 13,6 % del PIB. El de Irlanda era aún mayor, un 14,3 %. Los diferenciales de los bonos griegos se dispararon a 600 puntos básicos, lo cual incrementó el tipo deudor al 9 %, expulsando así a Grecia del mercado. Había llegado el momento de optar por el último recurso. Alentado por Schäuble y Geithner, el Gobierno griego puso en marcha el mecanismo de emergencia. Grecia necesitaba mucho dinero y no había tiempo que perder.

Fue una coincidencia, pero simbólica. La noche del 22 de abril, horas después de que el anuncio de Eurostat hiciera temblar los mercados, la élite económica mundial se reunió en Washington, D. C. para la cumbre semianual del FMI. El acto tendría lugar en la embajada canadiense y había llegado la hora de mantener una conversación sincera. La crisis se había extendido fuera del territorio europeo. Ahora, la zona euro representaba una amenaza para la estabilidad económica global. Desde marzo, China había exigido medidas para defender el valor de las inversiones globales en los activos denominados en euros.[41] Según recordaba Alistair Darling, ministro de Hacienda británico, el ambiente era de urgencia: «Es innegable que Estados Unidos, cada vez más incrédulo y ansioso, estaba observando la incapacidad de Europa para actuar [...] El mensaje era: "¿Por qué no podéis tomar medidas? Sabéis que tenéis que hacer algo"».[42] En palabras de *The Financial Times*, el hecho de que la zona euro no restituyera la estabilidad en sus propios términos significó que, en abril de 2010, el «rescate» del euro, «la expresión definitiva de la integración europea, dependiera de extranjeros pertenecientes a instituciones internacionales y a la administración de EE.UU.».

Pero de Washington no salió ningún acuerdo. La troika tan solo estaba empezando a regatear con Atenas las condiciones de un préstamo para el rescate. Los mercados estaban en vilo. El 28 de abril de 2010, todo se precipitó. La crónica oficial del Ministerio de Economía alemán es, como cabría imaginar, un documento sobrio. Así describe el devenir de los mercados de bonos soberanos y dinero interbancario de aquel día:

«La crisis se ha vuelto extremadamente grave. Las primas de riesgo para los bonos gubernamentales en algunos Estados miembros europeos como Portugal, Irlanda y España aumentan con rapidez y alcanzan niveles iguales a los que impidieron a Grecia acceder a los mercados financieros en abril. En un eco de las últimas y dramáticas fases de la crisis económica [de 2008], prácticamente no existen préstamos interbancarios entre las entidades europeas. En un período de tiempo muy corto hay indicios generalizados de una marcada crisis sistémica».[43]

Lo que oculta esta crónica oficial es el papel de Berlín en la gestación de la «marcada crisis». Antes de las vitales elecciones regionales de principios de mayo, la oposición de la ciudadanía alemana a las ayudas para Grecia era feroz. El FDP, socio de coalición de Merkel, cuya popularidad entre los partidarios nacionalistas del mercado libre estaba hundiéndose,

esgrimió sin inhibiciones la carta antigriega, lo cual redujo el margen de maniobra de la canciller. Para recordar a Merkel lo que se jugaba el planeta, el 28 de abril, Dominique Strauss-Kahn y Jean-Claude Trichet viajaron a Berlín.[44] Pero, a pesar de que el pánico iba en aumento, no hubo desviaciones del guion minimalista que había redactado Berlín el 25 de marzo. De hecho, Merkel atizó las brasas de la especulación al recordar a la prensa que admitir a Grecia en el euro había sido un error y que la aportación alemana a las medidas de rescate sería una decisión voluntaria tomada según las condiciones estipuladas en Berlín.[45] No era la clase de discurso que calma a los mercados. Los diferenciales griegos se dispararon a 1.000 puntos básicos y, al final de la jornada, Washington estaba suficientemente alarmada como para que Obama llamara personalmente a la cancillería.[46] El de Merkel no fue el único teléfono que sonó en Europa. Los registros de Geithner y su Gabinete plasman contactos casi diarios entre Washington, Berlín, Fráncfort y París.[47] Gobiernos de todo el mundo estaban presionando a la UE para que actuara.

Finalmente, en los primeros días de mayo se llegó a un acuerdo. Grecia pactó con la troika no solo la reducción del déficit, sino intentar alcanzar el superávit. Prometió un vuelco en su balance presupuestario de un impactante 18 % del PIB.[48] Solo en 2010, la reducción del déficit equivaldría a un 7,5 % del PIB. Todos los ámbitos de la vida pública griega se verían afectados, desde el personal de limpieza de los Ministerios hasta la privatización de activos estatales. Todo estaba a la venta. A cambio, Grecia recibiría un rescate mucho mayor del que se había imaginado: 110.000 millones de euros, de los cuales 80.000 provendrían de la UE y 30.000 del FMI, y se abonarían en plazos trimestrales a lo largo de tres años. Los tipos de interés eran altos y estaba claro que abonarlos provocaría un *shock* en 2013, pero era lo máximo que estaban dispuestos a ofrecer los países prestamistas. Merkel prometió un voto afirmativo del Bundestag para el 7 de mayo. La cuestión era si los mercados darían tanto tiempo a Europa.

Merkel presentó el paquete de rescate al Bundestag alemán el miércoles 5 de mayo. Era, según declaraba, «aternativlos», sin alternativa.[49] Esta reformulación de las famosas declaraciones de Margaret Thatcher —«No hay alternativa»— se haría tristemente célebre. Entre tanto, ese mismo día Grecia se vio sacudida por una huelga general que movilizó a las dos alas principales del movimiento sindicalista y paralizó los servicios públicos y de transporte. En Atenas, los manifestantes libraron batallas con los

antidisturbios. Mientras los parlamentarios debatían el programa de austeridad en comité, una bomba incendiaria atravesaba la ventana de una sucursal de Marfin Bank, prendía fuego al edificio y acababa con la vida de tres empleados. Karolos Papoulias, el canoso presidente de la República Helénica y veterano de la resistencia griega en la segunda guerra mundial, declaraba: «Nuestro país está al borde del abismo».[50] El 6 de mayo, el Parlamento griego se reunió para votar el programa de austeridad más draconiano jamás propuesto a una democracia moderna. Aquella mañana, la junta del BCE se reunió en Lisboa y varios periodistas enviaron por *e-mail* la noticia de que el arrogante Jean-Claude Trichet se había negado incluso a debatir la posibilidad de intervenir comprando bonos griegos. Esa misma semana, en el contexto del nuevo programa fiscal, el BCE había aceptado a regañadientes seguir recobrando la deuda griega, pero comprar bonos de forma activa era ir demasiado lejos.[51] No era lo que necesitaban oír los mercados.

Cuando se inició la actividad bursátil en Estados Unidos —por la tarde, hora europea—, los precios se desplomaron. A la una del mediodía, el mercado había caído un 4 %. Dado que el BCE se negaba a prestar apoyo, estaban circulando muchas permutas de cobertura por incumplimiento crediticio sobre la deuda del Gobierno griego. En un solo día, el Índice de Volatilidad (VIX), un indicador de incertidumbre de los mercados, aumentó un 31,7 %. El euro cayó en picado y perdió 2,5 céntimos a primera hora de la tarde.[52] Lo que sucedió aquella tarde entre terminales situados a ambos lados del Atlántico acabaría siendo motivo de disputa en los tribunales estadounidenses. Pero, a las 14.32, el mercado empezó a sufrir espasmos.[53] Media hora después, a las 15.05, los principales mercados estadounidenses habían perdido un 6 % de su valor, lo cual evaporó 1 billón de dólares de las carteras. Mientras los aterrados corredores de bolsa buscaban productos de calidad, la demanda de bonos estadounidenses se disparó, lo cual redujo los rendimientos del 3,6 % al 3,25 % en cuestión de minutos.

Gracias a la diferencia horaria transatlántica, la noticia de la «repentina debacle» llegó a las BlackBerry de la cúpula del BCE justo cuando se sentaba a cenar en Lisboa. Dieciocho meses después de la crisis de Lehman, parecía que la demora en el rescate griego estaba a punto de precipitar una segunda catástrofe económica. Incluso el ortodoxo Axel Weber, director de Bundesbank, se dio cuenta de que el BCE no podía mantener la línea dura que había adoptado Trichet aquella mañana. El «BCE debe comprar bonos

gubernamentales», exclamó desde el otro lado de la mesa.[54] Para el equipo conservador que lideraba el BCE fue un momento dramático. Sabían que debían actuar. El mundo los observaba. Atenas estaba ardiendo, literalmente. Pronto podía hacerlo Roma. Pero el BCE no quería ser el único comprador del mercado. Estaba decidido a impedir que los gobiernos de Europa se zafaran. Quería austeridad en todas partes. Además, si bien el BCE podía comprar bonos para prestar un apoyo temporal, lo que tarde o temprano se necesitaría era un gigantesco fondo estatal que infundiera confianza a los mercados de bonos. Hacer responsables a los gobiernos y contribuyentes europeos de sus respectivas deudas crearía un embrollo político catastrófico, pero al menos restablecería la clara línea entre política fiscal y monetaria, en la que el BCE fundamentaba su preciada reivindicación de independencia.

Al día siguiente, 7 de mayo de 2010, el tono en la reunión del Consejo Europeo fue apocalíptico. El comisario Rehn y el presidente Trichet lanzaron advertencias funestas. «Es Europa. Es global. Esta situación está deteriorándose con extrema rapidez e intensidad», reiteraba Trichet. Según *The Financial Times*, ello conmocionó al a veces provinciano Consejo Europeo: «Los líderes de países más pequeños de la zona euro que no estaban del todo conectados a los mercados financieros internacionales no eran conscientes hasta ese momento de la gravedad de la crisis. Pero incluso los líderes más experimentados se mostraron estupefactos». «[Nicolas] Sarkozy estaba pálido —aseguraba un embajador—. Nunca lo había visto así.»[55] Pero, pese a la sensación de crisis y al acuerdo con Grecia, no había ningún pacto destinado a crear un paraguas de seguridad general para la zona euro en su conjunto. Sarkozy señaló al BCE. ¿Cómo resistiría el Banco Central Europeo si el crédito de los gobiernos del continente estaba en ruinas? ¿Por qué no actuaba el BCE como la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra? «Sarkozy gritó: “¡Vamos, vamos, dejad de titubear!”», recordaba un legislador de la UE. Sarkozy contaba con el respaldo del italiano Silvio Berlusconi y el portugués José Sócrates, que tenían razones para temer una crisis de deuda soberana generalizada. Pero Merkel, los holandeses y los fineses los obligaron a retroceder. El BCE era independiente y debía poder actuar como considerara oportuno. El viernes 7 de mayo terminó sin un acuerdo. Pero, tras los acontecimientos en Wall Street, estaba claro que había que hacer algo grande antes de que se retomaran las operaciones bursátiles en Asia el lunes 10 de mayo. Los

europeos tendrían que distanciarse del rescate nacional para Grecia y optar por un respaldo económico exhaustivo en toda la zona de su divisa. No podían plantearse abordar sus problemas Estado por Estado por medio de acuerdos bilaterales con el FMI. Semanas antes se resistían a reunir varias decenas de miles de millones de euros, pero ahora deberían contemplar cifras mucho mayores.

Sometidos a la gran presión que ejercían gobiernos de todo el mundo, los líderes europeos se citaron de nuevo la tarde del domingo 9 de mayo.[56] Obama había llamado a Merkel y a todos los demás líderes clave de Europa. Ben Bernanke solicitó una conferencia telefónica improvisada del FOMC para aprobar la renovación de las líneas de canje con el BCE, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Canadá.[57] Asimismo, el G7 organizó una conferencia telefónica que coincidiría con la reunión de los ministros de Economía europeos. Japón, Canadá y Estados Unidos estaban al teléfono. En ese momento crucial, Schäuble fue hospitalizado por una reacción alérgica a un medicamento. Así pues, España ocupó la presidencia y Christine Lagarde, ministra de Economía francesa, tuvo que ejercer de enlace entre ambos grupos. Con dos teléfonos funcionando simultáneamente, tenía a la UE de los veintisiete en una oreja y al G7 en la otra. La envergadura del rescate pactado era enorme: 60.000 millones de euros provendrían de los fondos de la Comisión de la Unión Europea y 440.000 de los gobiernos europeos. Dominique StraussKahn ofreció utilizar los recursos del FMI para respaldar el fondo en la misma ratio que se había utilizado en Letonia el verano anterior. Pero, mientras que la pequeña Letonia solo había necesitado unos pocos miles de millones de euros, ahora el FMI prometía 250.000. Era, con diferencia, el mayor compromiso adquirido por la institución con cualquier programa. Los dos billones prometidos al FMI en la reunión del G20 en Londres, que supuestamente debían marcar la llegada de una nueva era de lucha contra incendios globales, serían desplegados para rescatar a Europa. Las cifras eran impresionantes, pero la pregunta crucial era cómo se constituirían y financiarían. ¿Era un primer paso hacia la mutualización de las deudas soberanas y, por tanto, un paso radical más allá de Lisboa? Berlín no pensaba ceder ante algo así.[58] El acuerdo pendió de un hilo hasta que un participante holandés con experiencia en operaciones bancarias en la sombra propuso que el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés) fuese incorporado como una entidad privada

especial registrada en el paraíso fiscal de Luxemburgo. Los gobiernos de la zona euro aportarían capital país por país sin asumir ningún compromiso «europeo» intergubernamental.

Incluso con este formato improvisado, se tardarían meses en crear el EFSF. Lo que se necesitaba cuando se retomaron las operaciones bursátiles el lunes por la mañana era el apoyo inmediato de los mercados de bonos europeos. Eso solo podía materializarlo el BCE. El acuerdo del EFSF satisfizo a Trichet. Ahora, los gobiernos se habían puesto serios. La cuestión era si Trichet podría convencer a la junta del BCE y, más concretamente, si podría ganarse al Bundesbank. Después de aceptar la compra de bonos en el momento de pánico del 6 de mayo, Axel Weber había cambiado de parecer. No quería correr el riesgo de desmarcarse de la opinión pública alemana y del economista Jürgen Stark, su compatriota en la junta del BCE. A su regreso a Fráncfort tras su visita a Portugal, se retractó del acuerdo. No obstante, el domingo 9 de mayo, Trichet sometió la propuesta a voto y obtuvo la aprobación por mayoría. No lo anunció públicamente hasta el 10 de mayo a primera hora, cuando los gobiernos de Europa por fin estaban listos para presentar su desvencijado fondo de rescate.[59] El BCE no haría el primer movimiento.

En los días posteriores se impuso la calma en los mercados. A pesar de la oposición alemana, la promesa de compra del BCE ayudó. Había menos prisa por vender si existía un comprador a la desesperada. Pero, para que el BCE pudiera gestionar ese compromiso, había otra faceta no publicitada del acuerdo. Aunque no se llevara a cabo una reestructuración inmediata de la deuda griega, no debía permitirse a los bancos que se deshicieran de todos sus títulos de deuda problemática. Un elemento concomitante de la compra de bonos por parte del BCE en el que insistieron con especial vehemencia Merkel y Schäuble fue que todos los ministros de Economía de la zona euro presionaran a sus principales bancos para que, además de los griegos, no vendieran otras carteras de bonos problemáticos. La negociación nunca llegó a consumarse. En Alemania, Deutsche Bank lideró a un grupo que aceptó quedarse con la deuda durante tres años.[60] Pero muchas entidades más pequeñas rechazaron ese compromiso y pronto corrieron rumores de que buena parte de los primeros 25.000 millones de euros en bonos adquiridos por el BCE provenían de Francia.

El FMI dio el visto bueno al acuerdo en una reunión de la junta directiva celebrada el domingo 9 de mayo de 2010. Con Strauss-Kahn en

Europa, la silla en Washington fue ocupada por John Lipsky, un hombre designado por Bush que había alternado su labor en el FMI con algunas temporadas en J. P. Morgan. En el cuartel general del FMI nadie estaba contento con la situación.[61] Era un compromiso enorme. Resultaba sumamente inquietante que se gestionara una crisis en Grecia, un país europeo comparativamente rico, a instancias de la UE. Los griegos recibirían préstamos muy superiores a su cupo, la aportación de capital que normalmente limitaba los derechos de un país a los préstamos del FMI. Se exigió al Fondo que compartiera el control del programa con los demás miembros de la troika y sus expertos no estaban en absoluto convencidos de que las deudas de Grecia fueran sostenibles. Tal como observaban entre bastidores: era innegable que «importantes incertidumbres sobre» el programa dificultaban «el afirmar categóricamente» que Grecia podría pagar algún día sus deudas a los bancos. En circunstancias normales, esto habría hecho saltar las alarmas. Al fin y al cabo, ¿quién se beneficiaría de que Grecia recibiera dinero de prestamistas oficiales para pagar deudas privadas existentes que no podía saldar? El locuaz miembro brasileño del consejo insistió en que no se tildara al programa de «rescate a Grecia, que tendrá que someterse a un doloroso ajuste, sino de rescate a los acreedores privados griegos, principalmente instituciones financieras europeas».[62]

Difícilmente podría existir una explicación más clara sobre la táctica de «venta con señuelo», mediante la cual, un problema de préstamo bancario excesivo se convirtió en una crisis de préstamo público.[63] Pero dicha sustitución no obedecía tanto a una hábil artimaña ideológica como a un compromiso de mínimos entre los principales actores del drama de la deuda griega: Alemania, Francia, el BCE, el FMI y la administración de Obama. Desde luego, en el FMI no cundía la ilusión por los compromisos que estaban contrayendo. El 9 de mayo, el tono en la sala de reuniones de la junta del FMI era tan negativo que Lipsky juzgó necesario plantear el argumento opuesto, ya que estaba plenamente comprometido con la línea de la Casa Blanca. Era un devoto de la lógica de la fuerza máxima que esgrimía Geithner.[64] De hecho, a Lipsky le gustaba avergonzar a sus homólogos cosmopolitas del FMI pidiendo que el Fondo no adoptara la Doctrina Powell, sino la táctica de «conmoción y pavor», el título que otorgó el ejército de EE. UU. a su devastador ataque aéreo contra Bagdad en 2003.[65] Desde la silla que ocupaba en la crucial reunión celebrada en Washington el 9 de mayo, Lipsky aceptó las preocupaciones y críticas de

sus colegas, pero aseguró sentirse «un poco preocupado por la propuesta de que el programa del Fondo debía implicar una reestructuración de la deuda o incluso un impago». La reestructuración «habría tenido repercusiones inmediatas y devastadoras para el sistema bancario griego, por no hablar de efectos colaterales más generalizados». En última instancia, este era el factor decisivo.

La junta del FMI aprobó el desproporcionado y peligroso rescate griego no porque tuviera sentido en sí mismo o porque fuera bueno para Grecia, sino porque, según la trayectoria seguida hasta la fecha, la incapacidad de Europa para contener la crisis griega significaba que existía un «riesgo elevado de efectos colaterales sistémicos en todo el mundo».[66] En lugar de reestructurar las insostenibles deudas de Grecia, lo que habría que reestructurar era todo su sector público y su ruinosa economía. Las heroicas suposiciones sobre recortes del gasto y ganancias eficientes eran la manera que tenía el FMI de hacer encajar el programa griego con su conciencia. Tal vez si se agitaba con suficiente fuerza, la «esclerótica» y «clientelista» Grecia enfilaría un camino de crecimiento más elevado que lograra que sus deudas fueran sostenibles. La austeridad y la «reforma» eran los únicos puntos de la agenda en los que todas las partes del acuerdo, por lo demás divididas, podían coincidir. Que fuera económicamente eficaz o políticamente sostenible y qué significaría para las políticas democráticas de Europa eran cuestiones totalmente distintas.

Capítulo 15
EL PROBLEMA DE LA DEUDA

«Bueno, Glenn, mi mensaje es que los PI[I]GS somos nosotros [...] Podríamos vernos muy pronto en una situación parecida a la de Grecia».[1] Eran palabras del historiador Niall Ferguson, que por aquel entonces trabajaba en Harvard, en el programa de Glenn Beck emitido el 11 de febrero de 2010 en Fox News TV. El «nosotros» al que hacía alusión Ferguson eran los ciudadanos y contribuyentes de Estados Unidos. Los PIIGS[*]> eran los casos problemáticos de la zona euro: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España. Beck y sus invitados regalaron al público escenas de desorden, huelgas, revueltas en las calles y coches ardiendo. Tal como demostró Grecia, una vez que los mercados perdían la confianza, no había salida fácil. «O bien incumples el pago de gran parte de la deuda —afirmaba Ferguson en términos drásticos—, o tienes que devaluar la moneda. No hay muchas otras opciones para un país con una deuda de este calibre. Y ninguno de esos procesos es divertido.» Si los tipos de interés aumentaban, podía ocurrir lo mismo en Estados Unidos ese año. Según explicaba Ferguson: «La lección de lo que está sucediendo hoy en Europa y lo que sucedió en Rusia hace veinte años es que la debacle puede acercarse sigilosamente y atacarte de manera muy repentina». Teniendo en cuenta esta posibilidad, Ferguson recibió positivamente la reacción populista que estaba produciéndose en Estados Unidos contra cierto intervencionismo estatal. Era un indicio saludable, pero necesitaba algo más: «Hasta que no haya un líder político con valor para decir a los estadounidenses: “Tenemos que hacer esto, tenemos que reformar nuestro sistema de arriba abajo”, me temo que nos precipitaremos no solo en la dirección de la economía europea, sino la latinoamericana».

Ferguson era académico de la Ivy League. Beck era uno de los defensores más mediáticos del conservadurismo estadounidense. Pero en 2010 el temor a la deuda y sus consecuencias potencialmente desastrosas era omnipresente. Estaba allí antes de la crisis, en los llamamientos rubinitas a la consolidación y en la campaña a favor de un freno de deuda en Alemania. Ahora se veía enormemente amplificado por la sacudida de

2008 y 2009. Aquel fue el golpe más duro que habían sufrido las finanzas gubernamentales de un país desarrollado importante desde la segunda guerra mundial. El destino de Grecia en 2010 parecía representar lo que le aguardaba a cualquier Estado que cayera por el precipicio de la insolvencia. Las advertencias iban desde diatribas alarmantes de gente como Beck hasta estudios académicos, en especial los de dos antiguos economistas del FMI, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff.

Después de su *best seller* sorpresa *Esta vez es distinto: ocho siglos de necedad financiera,* en enero de 2010, Reinhart y Rogoff presentaron un estudio bajo el título de «Crecimiento en una época de deuda».[2] Este pretendía demostrar que, cuando la deuda pública superaba el umbral del 90 % del PIB, el crecimiento económico se ralentizaba de forma notable. Era una pendiente resbaladiza que culminaba en una montaña. Una deuda excesiva era un peso para el crecimiento, lo cual hacía que la deuda fuera aún menos sostenible y frenara aún más el crecimiento. Para evitarlo, era crucial tomar medidas más pronto que tarde. Observándolo más detenidamente, el análisis de Reinhart y Rogoff estaba plagado de errores. Una vez que su hoja de Excel fue editada adecuadamente, no se producía una discontinuidad marcada en el umbral del 90%, y el argumento de las medidas de emergencia era mucho más endeble de lo que ellos afirmaban.[3] Pero, a principios de 2010, sus tesis llevaban la batuta. En *The Financial Times* opinaban: «Cuanto antes acepten los políticos el ajuste, menores serán los riesgos de unos problemas de deuda verdaderamente paralizadores [...] Aunque la mayoría de los gobiernos aún gozaban de acceso a los mercados financieros a unos tipos de interés muy bajos, la disciplina del mercado puede llegar sin previo aviso». Cuando los mercados de bonos fueron conscientes de la auténtica envergadura del «tsunami fiscal» desencadenado por la crisis bancaria, su criterio fue despiadado. «Los países que no hayan realizado los trabajos preliminares para el ajuste se arrepentirán.»[4] Nadie estaba a salvo. Tal como declaraba Rogoff al periódico alemán de derechas *Welt am Sonntag*: «Las finanzas públicas de Alemania no están en una senda sostenible [...] Llegará un momento en que el país tendrá un problema como el de Grecia [...] No será tan grave como allí, pero resultará doloroso».[5]

Como debían de saber comentaristas tan experimentados como Ferguson, Reinhart y Rogoff, la disciplina del mercado que se apreciaba en la zona euro no había «llegado sin previo aviso». El BCE y el Gobierno

alemán estaban cortejando deliberadamente a los vigilantes de los bonos que revoloteaban sobre Grecia. Si querían atenuar la presión, lo único que debía hacer el BCE era lo que habían hecho la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón: comprar bonos griegos. Pero el BCE no tenía intención de hacerlo, al menos hasta el último momento. La institución pretendía enviar un mensaje: «¡Austeridad o ya veréis!». Debían de estar encantados con la reacción global. El año 2010 se convertiría en un punto de inflexión para la recuperación. Utilizando a Grecia como ejemplo, una alianza de conveniencia entre alarmistas de derechas, emprendedores políticos conservadores y halcones fiscales centristas ladeó la balanza política. Aunque el desempleo seguía siendo alto y la producción era renqueante, se abandonó cualquier estímulo. De manera más prematura y radical que en cualquier otra recesión de la historia reciente, se apretó la clavija fiscal. A ambos lados del Atlántico, el resultado fue un entorpecimiento de la recuperación.

I

El ejemplo más destacado de contagio de la austeridad fue el Reino Unido. Las disputadas elecciones que pondrían fin al largo reinado del Nuevo Laborismo concluyeron el 6 de mayo de 2010, el mismo día que los bancos ardieron en Atenas y la debacle repentina hundió los mercados financieros estadounidenses. Las políticas fiscales fueron clave para los comicios y las negociaciones de coalición posteriores. Gran Bretaña fue una de las más afectadas en 2007 y 2008. Aunque, a diferencia del BCE, el Banco de Inglaterra nunca permitió que se cuestionara el apoyo oficial a la deuda del Tesoro británico, y aunque el Reino Unido mantenía su calificación crediticia, la libra se desplomó con respecto al dólar y el euro. Siempre y cuando el Banco de Inglaterra estabilizara el mercado, no era causa inmediata de preocupación. Pero ello convirtió al gobernador Mervyn King en una figura crucial y, como había demostrado en primavera de 2009 antes de la reunión del G20 en Londres, no dudaba en hacer uso de su influencia.[6]

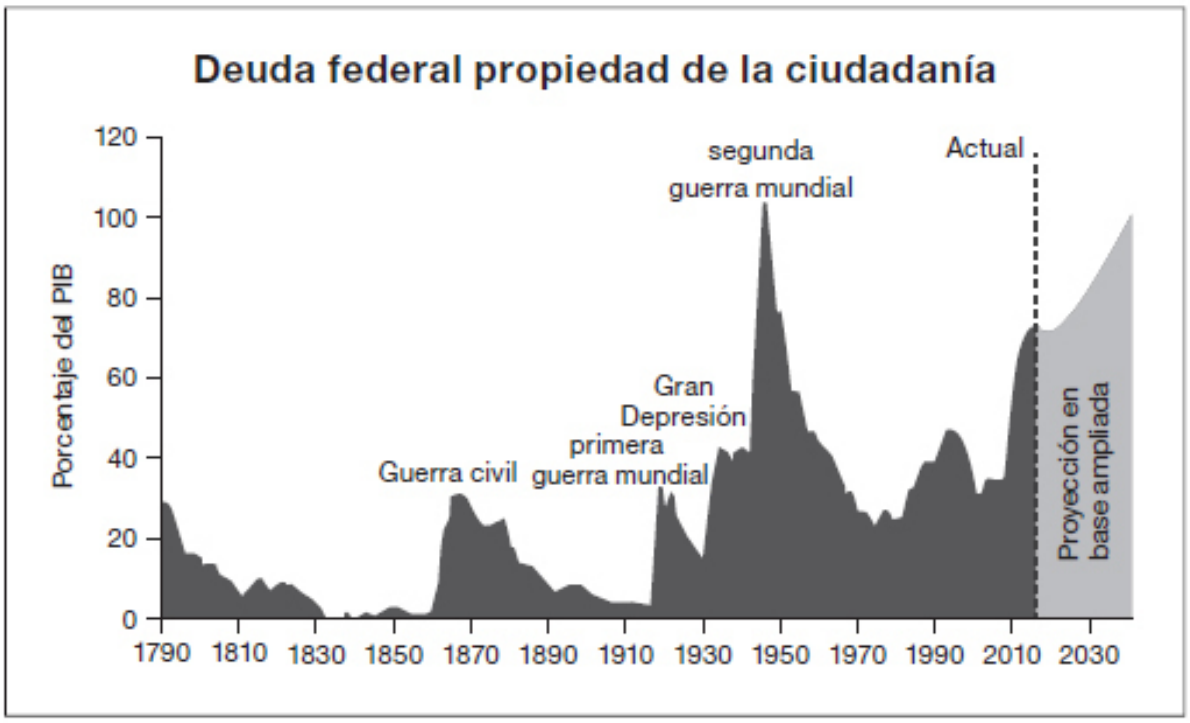
El 21 de diciembre de 2009, el ministro de Economía «en la sombra» George Osborne inició la campaña electoral de la oposición *tory* asegurando que, si Gran Bretaña no diseñaba un programa creíble de consolidación fiscal, pronto seguiría los pasos de Grecia. «Al poner a prueba la paciencia

de los inversores internacionales —declaraba Osborne—, los laboristas están jugando con fuego económico.» Los países que desearan conservar la calificación AAA no podían «permitirse el lujo de esperar a que la recuperación estuviera asegurada para anunciar planes de consolidación fiscal creíbles».[7] Osborne reforzó sus argumentos con citas de analistas de Paribas, Deutsche y Barclays. Bill Gross, el célebre gestor de fondos de PIMCO, el gigante de los mercados de bonos, intervino para declarar a *The Financial Times* que ahora había incluido los bonos británicos en la categoría «a evitar». Con su habitual extravagancia, Gross afirmó que la deuda pública británica yacía «en una cama de nitroglicerina» y debía ser rodeada de un «anillo de fuego» que no solo incluyera al Reino Unido, Grecia e Irlanda, sino también a España, Francia, Italia, Japón y Estados Unidos.[8] El 14 de febrero de 2010, veinte economistas de renombre, entre ellos Ken Rogoff, escribieron a *The Sunday Times* para reiterar la acusación de Osborne, según el cual, el gobierno laborista no estaba haciendo suficiente para tener el presupuesto bajo control.[9] Obtuvieron respuesta mediante una carta dirigida a *The Financial Times* por una lista mucho más extensa y no menos distinguida que se oponía a la llamada al atrincheramiento fiscal por considerarlo prematuro y señalaba la ironía de que, «al alentar un ritmo más rápido de reducción del déficit para tranquilizar a los mercados financieros, los firmantes de la carta de *The Sunday Times* aceptan implícitamente como vinculantes las opiniones de los mismos mercados financieros cuyos errores precipitaron la crisis en un primer momento».[10]

El resultado de las elecciones del 6 de mayo fue una derrota del Partido Laborista, pero los conservadores no obtuvieron mayoría y necesitaban el apoyo de los liberaldemócratas. Las negociaciones de coalición se convirtieron en una enconada batalla por el futuro de la política fiscal.[11] «El déficit —escribía David Laws, negociador socialista—, era el espectro que se cernía sobre nuestras conversaciones.»[12] Los conservadores convirtieron el recorte del gasto en el elemento central de las negociaciones. Y los halcones *tories* de la deuda sabían que podían contar con el Tesoro y el Banco de Inglaterra. El 12 de mayo de 2010, Mervyn King indicó al nuevo gobierno: «Ahora mismo, lo más importante es enfrentarse al desafío del déficit fiscal [...] Creo que, sobre todo en las dos últimas semanas, pero, en el caso de Grecia, en los tres últimos meses, hemos visto que no tiene sentido correr el riesgo de una reacción adversa de los mercados».[13]

En lo que en junio de 2010 fue denominado un «presupuesto de emergencia», Osborne recortó el gasto e incrementó el IVA. El objetivo era tranquilizar a los mercados comprometiéndose con cerrar el déficit en 2015.[14] En 2010, el argumento era la «necesidad». Pero, tal como observaba Neil Irwin más tarde, «Gran Bretaña [...] estaba embarcándose en algo que rara vez se ha intentado [...] recortar el gasto y aumentar los impuestos en un ataque preventivo contra el riesgo de una futura crisis de deuda».[15] Según comentaba Paul Krugman desde Nueva York: «Una cosa es sentirse intimidado por los vigilantes del mercado de bonos y otra bien distinta es sentirse intimidado por el miedo a que puedan aparecer cualquier día».[16] A medida que continuaban las restricciones trascendieron otros motivos. Se descubrió que reducir el Estado era un objetivo en sí mismo. El propósito final, como diría David Cameron en su discurso en el Banquete del Alcalde tres años después, era «algo más profundo»: hacer que el Estado fuera «más austero [...] no solo ahora, sino de manera estructural».[17]

En 2015, Osborne aseguraba haber recortado 98.000 millones de libras en gasto anual del presupuesto británico. De un máximo de 6,44 millones de empleados del sector público británico en septiembre de 2009, se vería reducido a 5,43 millones en julio de 2016.[18] Se recortaron, privatizaron o externalizaron un millón de empleos. Era una reducción más amplia que la impuesta por los gobiernos de Thatcher o Major en los años ochenta y noventa. Traducido a la masa salarial del sector público estadounidense, sería el equivalente a la supresión de 3,3 millones de puestos. Dado que el gasto en pensiones y sanidad era de cumplimiento obligado, el dolor se concentraba sobre todo en los gobiernos locales. Según declaraba categóricamente el ministro: «El gobierno local es un elemento muy destacado del gasto público. Ha vivido durante años con un crecimiento insostenible, unas finanzas públicas insostenibles [...] La gente culpa a los banqueros, pero creo que el gran gobierno es tan responsable como los grandes bancos».[19] Entre 2010 y 2016, el gasto de los ayuntamientos en cosas como centros de día para ancianos, servicios de autobús, parques públicos y bibliotecas se redujo en más de un tercio. Gran Bretaña se convirtió en un lugar más oscuro, sucio y peligroso y menos civilizado. Cientos de miles de personas que malvivían con pagas por discapacidad o desempleo se vieron abocadas a la desesperación absoluta.[20] Según la OCDE, solo Grecia, Irlanda y España fueron sometidas a peores contracciones que las infligidas al Reino Unido.[21]



Fuentes: Oficina Presupuestaria del Congreso, «Understanding the Long-Term Budget Outlook» (julio de 2015), y Oficina Presupuestaria del Congreso, «Historical Data on Federal Debt Held by the Public» (julio de 2010), www.cbo.gov/publication/21728

El motivo por el que los socialdemócratas estadounidenses siguieron tan fielmente las políticas del Reino Unido no era solo su partidismo con el derrotado Gordon Brown. Temían que los hechos acaecidos allí en 2010 pudieran presagiar un giro parecido en casa. La presión tampoco provenía solo de expertos alarmistas y la realidad alternativa de Fox News, sino del seno de la administración de Obama. Ya en febrero de 2009, el presidente había celebrado una Cumbre de Responsabilidad Civil en la Casa Blanca. Un año después, la administración recibía presiones de centristas del Partido Demócrata ansiosos por sus credenciales fiscales. La administración necesitaba su apoyo para elevar el techo que limita la emisión de deuda por parte del gobierno federal.[22] Para horror de los comentaristas keynesianos, el 27 de enero de 2010, en el segundo debate sobre el estado de la Unión de Obama, lo prioritario fue la reducción del déficit, no el empleo.[23] Obama prometió que, en 2011, todo el gasto no militar discrecional quedaría congelado a los niveles de aquel momento. «Familias de todo el país están apretándose el cinturón y tomando decisiones difíciles —declaraba Obama —. El gobierno federal debería hacer lo mismo.»[24] Lo que desesperó a los

economistas fue la analogía simplista de los cabezas de familia.[25] Y encajaba a la perfección con el discurso de la «responsabilidad fiscal» que ahora dominaba Washington. Como decía un comentarista conservador: «Si los argumentos en los próximos años oscilan entre congelaciones y recortes del gasto, ya hemos ganado».[26] El 18 de febrero de 2010, por orden ejecutiva, el presidente designó a la Comisión Nacional de Responsabilidad y Reforma Fiscal, también conocida como Comisión Simpson-Bowles, que debía hacer recomendaciones para conseguir un balance presupuestario en 2015. La comisión no presentaría un informe hasta diciembre, después de las votaciones a media legislatura para el Congreso. Entre tanto, afloraron divisiones perjudiciales en la administración de Obama por la cuestión fiscal.[27] Halcones como Orszag abogaban por subidas de impuestos incluso para aquellos que ganaran menos de 250.000 dólares. Esto incumplía una promesa básica de la campaña de Obama y se topó con la férrea oposición de Emanuel, como jefe de Gabinete, por cuestiones políticas, pero también la de Larry Summers por cuestiones económicas. Entre tanto, la alternativa al alarmismo de la deuda fue planteada de manera especialmente convincente por Ben Bernanke, que recientemente había sido nombrado director de la Reserva Federal. Bernanke no negaba la escala de los déficit o las graves repercusiones que podía tener una deuda mucho mayor a largo plazo. Pero desaconsejó medidas de austeridad drásticas. La incipiente recuperación económica en Estados Unidos tal vez no resistiría una gran sacudida fiscal. Lo más importante era separar el corto y el medio plazo. Un estímulo continuado a corto plazo debía ir acompañado de un plan realista sobre cómo acabar con los déficit a medio plazo.[28] La combinación sería un puntal inmediato para la economía y un empujón tranquilizador para la confianza de los inversores.

No era suficiente para halcones presupuestarios como Orszag, que abandonó la administración en verano de 2010.[29] El juicio del electorado a los dos primeros años de Obama sería aún más devastador. Con el desempleo trabado a poco menos del 10 %, cuatro de cada cinco estadounidenses consideraban que la situación económica era mala o bastante mala. El Tea Party estaba concentrando la opinión nacionalista conservadora contra la élite de Washington.[30] Incluso entre los demócratas, una mayoría relativa atribuía los rescates de 2008 a su bando.[31] Se equivocaban con el presidente, pero, teniendo en cuenta quién había apoyado la medida en el Congreso, la asociación no era tan disparatada. El

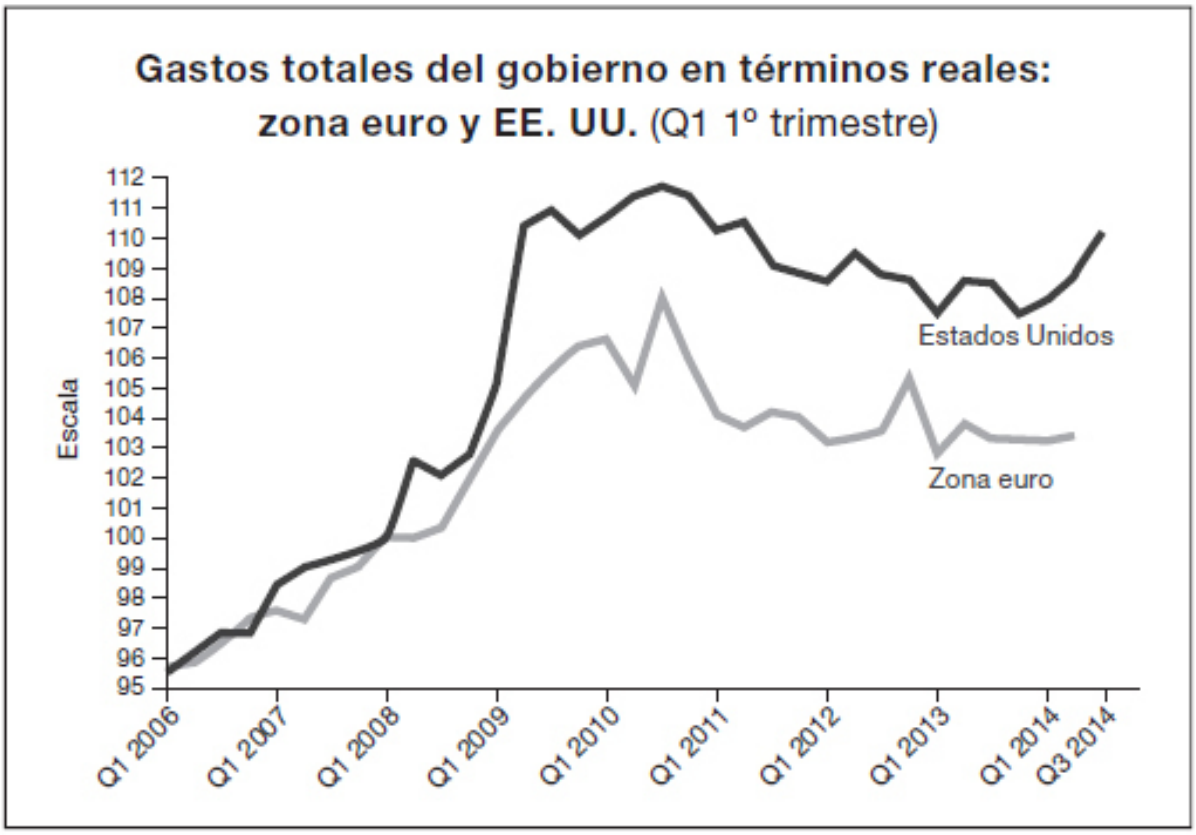
2 de noviembre, el enojado electorado concedió una victoria histórica a los republicanos. El Partido Republicano obtuvo treinta y seis escaños en la Cámara de Representantes, el mayor giro desde 1948. Fue un cambio que redefiniría la política estadounidense.

Desesperada por impedir que la recuperación se frenara de golpe, la administración de Obama trabajó frenéticamente para aprobar una segunda ronda de estímulos en la sesión del Congreso saliente. La Ley de Alivio Fiscal, Reautorización de la Prestación por Desempleo y la Creación de Puestos de Trabajo de diciembre de 2010 propició, según algunos cálculos, un aumento de la demanda de hasta 858.000 dólares.[32] Pero un indicativo de su dilema político era que el estímulo ahora consistía enteramente en recortes tributarios, incluida la prolongación de los beneficios enormemente desiguales para los que más ganaban, lo cual era una herencia de la etapa Bush. A los dos años de un mandato de ocho, sería la última gran ley económica que aprobaría la administración de Obama. Al año siguiente, con el nuevo Congreso republicano, estarían a la defensiva. Puesto que incluían modestos incrementos en el ámbito de los ingresos, las recomendaciones del Comité Simpson-Bowles llegaron ya muertas, aunque estaban fuertemente orientadas a los recortes de los privilegios. Encabezados por Eric Cantor, el contundente líder de la mayoría en la Cámara, los jóvenes republicanos no consentirían subidas de impuestos.[33] Su objetivo eran unos recortes inmediatos de 100.000 millones de dólares que, cuando se concentraran en el gasto discrecional, sembrarían el caos en varios programas federales, entre ellos la seguridad alimentaria, la ayuda a damnificados y el control del tráfico aéreo. Al «matar de hambre a la bestia», acabarían con la maldición del gran gobierno y revivirían el sueño americano.

II

Estados Unidos y el Reino Unido habían sufrido graves desequilibrios fiscales debido a la crisis económica. Por tanto, no fue ninguna sorpresa que se oyeran llamamientos a la racionalización. ¿Había otras economías que podían llenar el vacío? Aparte de Japón y las economías de mercado emergentes, el candidato obvio a ejercer de contrapeso global era Alemania. Tal como reconocía Angela Merkel en verano de 2010, «otros miembros de la UE y la administración de EE. UU. han alentado a Alemania a gastar más

para mantener la actual recuperación económica y reducir su superávit de exportación».[34] Pero Alemania no veía así su papel. La crisis, según la interpretación alemana preponderante, era consecuencia de una deuda excesiva. Lo que necesitaba el mundo para guiar su recuperación no era que Alemania actuara como un contrapeso expansionista, sino que liderara el camino para ofrecer un modelo de austeridad.



Nota: Eurostat para Europa, descargado el 29 de noviembre de 2014. Los gastos gubernamentales de la zona euro son para los dieciocho países que forman parte de ella en la actualidad.
Fuente: BEA para EE. UU., descargado el 29 de noviembre de 2014.

En vista del estado de ánimo generalizado, era bastante fácil esgrimir ese argumento. El déficit alemán se situaba en 50.000 millones de euros al año. Su deuda se había disparado a más del 80 % del PIB. El meme de Reinhart y Rogoff había llegado a Europa. Schäuble, el ministro de Economía, invocó el amenazante umbral del 90% para defender la necesidad de respuestas inmediatas.[35] Al anunciar los mayores recortes presupuestarios en la historia de la República Federal el lunes 7 de junio, la canciller Merkel declaró que restablecer el equilibrio de presupuestos

alemán constituiría una «muestra única de fuerza [...] Como la economía más grande, Alemania tiene el deber de dar ejemplo».[36, 37] En 2011 se recortarían 11.200 millones de euros y, en 2014, un total de 80.000. En Alemania ello también exigía la toma de decisiones sobre la forma futura del Estado. Fue llamativo que los recortes más grandes propuestos por el gobierno de Merkel recayeran en el Ministerio de Defensa, al que se pidió una reducción del 25 % en 2014. La fortaleza del Bundeswehr debía menguar y el reclutamiento desaparecer progresivamente. Para Berlín era más importante alcanzar la norma de déficit del 3 % especificada por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la zona euro que cumplir su compromiso con la OTAN, según el cual gastaría al menos un 2% del PIB en defensa.[38]

En la reunión del G20 celebrada en Toronto en junio de 2010 se preparó el escenario para otra ronda de debates transatlánticos en torno a la política fiscal. Antes de la reunión, Obama publicó una carta abierta en la que hacía un llamamiento a que la consolidación fiscal fuese escalonada y evitar así que la recuperación estuviera en peligro.[39] Schäuble recurrió a las páginas de *The Financial Times* para defender el característico planteamiento a largo plazo de la política económica de su país ante el cortoplacismo estadounidense. Defendió el freno de deuda como un puntal de estabilidad para Europa.[40] Contaba con el respaldo del primer ministro Cameron y los anfitriones canadienses. Por insistencia de la administración de Obama, el texto definitivo del comunicado del G20 hacía referencia a la necesidad de secuenciar la consolidación fiscal para que «el impulso de la recuperación del sector privado» no corriera peligro.[41] Pero todo ello se vio superado por las exigencias de consolidación fiscal.[42] Después de la peor crisis económica desde los años treinta, en una época en la que, según la OCDE, había cuarenta y siete millones de parados en el mundo rico y la cifra total de personas con poco trabajo y desanimadas se acercaba a los ochenta millones, los miembros del G20 se comprometieron a reducir a la mitad sus respectivos déficits en un plazo de tres años.[43] Era la falacia del cabeza de familia extendida a escala global, una receta para una recuperación agonizantemente larga e incompleta.

Para Alemania, si siquiera eso era suficiente. La lección que extrajo Berlín de la crisis griega fue que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la zona euro había fracasado. Alemania o, más bien, la coalición rojiverde que gobernaba el país en 2003, tenía que aceptar cierta responsabilidad. Ahora,

con Merkel y Schäuble al timón, Berlín lideraría la reorientación de la zona euro hacia la autodisciplina. Esto no solo era vital para recuperar la salud económica, sino también para la política de la zona euro. La crisis griega había demostrado que los gobiernos europeos tendrían que trabajar juntos. Federalistas como Schäuble seguían insistiendo en que la respuesta última a la crisis sería «más Europa». Pero, para que ello resultara aceptable para los contribuyentes del norte de Europa, había que asegurarles que todos seguían las mismas reglas.

A medida que la crisis en la zona euro ganaba intensidad y el papel crucial de Alemania resultaba cada vez más pronunciado, la retórica se volvió más acalorada. Los manifestantes llevaban pancartas en las que aparecía Merkel con un bigote hitleriano pintado con espray. No solo era ofensivo y grotescamente injusto, sino que denotaba una mala interpretación fundamental de la postura de Alemania. Cuando se la acusó de imperialismo, la clase política alemana podría haber respondido honestamente que no abrigaba ambiciones de dominio continental. Pero Berlín sí tenía una visión de la disciplina económica y fiscal que debía ser aceptada de forma general antes de que Alemania consintiera más pasos hacia la integración.[44] Por motivos de competitividad global, era esencial que el gasto y la deuda gubernamentales estuvieran bajo control. Las presiones demográficas de Europa no hacían sino añadir urgencia a la situación. En cuanto a los mercados laborales y el desempleo, el resto de Europa tenía que aprender las lecciones del Hartz IV alemán. Cuando a los keynesianos les preocupaba la demanda nacional, la respuesta alemana eran las exportaciones. Un continente envejecido debía exportar al mundo y crear un fondo de reserva para los mercados emergentes de crecimiento rápido. Sobre este particular, la nueva coalición de Merkel, con sus socios proempresas del FDP, fue más clara que nunca. Alemania había aprobado una enmienda constitucional en forma de freno de deuda. Si Alemania debía aceptar un reparto de responsabilidades económicas con el resto de la zona euro, no podía pedir menos a sus socios. Por más prósperos que fueran y por mucho que se beneficiaran de la integración europea, los contribuyentes y votantes del corazón de la CDU no aceptarían la transformación de la UE en una «unión de transferencias» continental. Solo si el resto de Europa podía garantizar su conformidad con una normativa común, Alemania se plantearía el reparto de la soberanía. El problema era

que había que decidir, ratificar e imponer esa normativa. Y ahí es donde las cosas se volvieron incómodas.

En el verano de 2010, varios planes rivales para un nuevo régimen de gobierno económico europeo fueron preparados por equipos que trabajaban independientemente para Barroso, el presidente de la Comisión de la Unión Europea, y Herman van Rompuy, el primer líder permanente del Consejo Europeo, un cargo creado por el tratado de Lisboa y concebido para reforzar el carácter intergubernamental de la toma de decisiones en la UE.[45] El objetivo último de Berlín era que algunas disposiciones constitucionales sobre el freno de deuda como las que había aprobado en 2009 fueran convertidas en leyes para todos los miembros de la zona euro. Quienes se apartaran de las normas serían sometidos a un sistema automático de sanciones, incluida la suspensión del derecho a voto. Para aquellos que se encontraran en apuros económicos reales, las sanciones serían aún más severas. En palabras de Trichet: «Cuando activas un mecanismo de apoyo, un país pierde *de iure* o *de facto* su autonomía fiscal».[46] Francia, por su parte, se resistía a las sanciones automáticas. Como cabría esperar, algunos países pequeños que tenían razones para temer que las normas les fueran aplicadas más estrictamente se negaron a hablar de la suspensión del derecho a voto.

Eran elementos de peso para el futuro de Europa. Pero ¿qué relación guardaban con la cuestión inminente de la estabilización económica? En verano ya estaba claro que la solución ideada para contener la crisis griega en mayo de 2010 no era sostenible. Los peores miedos de los analistas más pesimistas del FMI estaban confirmándose rápidamente. El gobierno del PASOK no solo era lento a la hora de ejecutar los cambios que exigía la troika, sino que, cuando lo hacía, los resultados eran contraproducentes. En una clásica espiral descendente keynesiana, la demanda cayó y el desempleo aumentó aún más, lo cual redujo los ingresos. En 2010, el PIB griego se reduciría un 4,5%. Lo peor vino en 2011.[47] Los ingresos fiscales que llegaban a Atenas, que en el mejor de los casos no eran ni mucho menos abultados, se redujeron a un goteo a la vez que los salarios, los beneficios y el gasto en consumo se contraían. El programa de 2010 se había trazado dando por sentado que Grecia podría volver a los mercados de capital en un plazo de dos años. Pero, ante el aumento del déficit y la carga de deuda, había pocas posibilidades de que eso ocurriera. A finales de agosto de 2010, el diferencial de rendimientos del bono griego a diez años

en relación con los Bunds se había disparado a 937 puntos, más incluso que en la cúspide de la crisis de la primavera.[48] Y, pese al fracaso, la troika seguía empeñada en que Grecia respetara el programa de mayo de 2010.

Si había alguna justificación para la prolongada tortura a Grecia era el temor a que una reestructuración inmediata de la deuda contagiara a otros deudores soberanos de la zona euro y desestabilizara a los bancos europeos, lo cual provocaría una crisis mucho mayor. Por tanto, la prioridad inmediata de la política económica europea debería haber sido aprovechar el tiempo conseguido prolongando y fingiendo para fortalecer la resistencia del sistema económico de la zona euro y la salud de los bancos. Si habían de seguir el ejemplo estadounidense, el siguiente paso obvio era realizar una prueba de estrés para calcular pérdidas probables y luego iniciar una enérgica recapitalización con fondos públicos o privados.

En 2009 y 2010, los europeos efectuaron una especie de prueba de estrés. El ejercicio de 2010 fue más allá que el de 2009, ya que nombró a bancos concretos. Pero eso también era una farsa. Los resultados publicados el 23 de julio de 2010 proclamaban que, de noventa y un bancos europeos importantes, solo siete verían reducido peligrosamente su capital primario de nivel 1 por una crisis de bonos soberanos.[49] En total, el Comité de Supervisores Bancarios Europeos calculó que los bancos del Viejo Continente no debían recaudar más de 3.500 millones de euros en nuevo capital. Pero, tal como señalaban algunos analistas escépticos, este resultado tan optimista obedecía a la suposición de que la gran mayoría de la deuda soberana propiedad de los bancos tenía un riesgo nulo de impago o estaba plenamente protegida por la política de estabilidad económica de la UE.[50] Según los cálculos de la OCDE, con suposiciones menos optimistas la pérdida potencial para los bancos europeos derivada de una crisis de bonos periférica no eran los 26.400 millones de euros que anunciaban los resultados oficiales, sino 165.000. Esas pérdidas se concentrarían en los sistemas bancarios nacionales de los países vulnerables: Grecia, Irlanda, Portugal y España. Estos sufrirían daños catastróficos. Si la crisis se extendía a España e Italia, los sistemas bancarios alemán y francés estarían en peligro. Como siempre, los riesgos más graves se concentraban en los balances de algunos bancos peligrosos. Dexia y Fortis copaban la lista junto a Hypo Real Estate, una atribulada entidad alemana. Según la OCDE, la capitalización de Hypo era tan inadecuada que una crisis de deuda soberana en Italia, España, Irlanda o Grecia cuestionaría su supervivencia.

Las instituciones europeas no tenían autoridad para intervenir en políticas bancarias nacionales. Los fondos para recapitalización que habían sido creados en 2008 y 2009 eran desiguales, facultativos y no obligatorios en su aplicación.[51] Los gobiernos nacionales eran demasiado complacientes y no estaban dispuestos a alterar el cómodo *statu quo*. Por el contrario, Europa se embarcó en una doble ficción. La troika siguió fingiendo que la deuda griega era sostenible si Atenas adoptaba suficientes medidas de austeridad, lo cual no era cierto, como resultaba evidente con el paso de los meses: Grecia estaba hundiéndose. Entre tanto, las pruebas de estrés pretendían demostrar que los bancos europeos eran fuertes, una falsedad manifiesta. De hecho, su debilidad debería haber sido el mejor argumento para negar el riesgo de la reestructuración griega. Sin embargo, no era algo que el BCE expresara en voz alta por temor a sembrar el pánico. Asimismo, habría sido necesaria una acción seria en el ámbito de la recapitalización, a la que tanto los bancos como el gobierno nacional se resistían. Atrapada en este doble embrollo, la troika se vio obligada a fingir que todo iba bien en todos los frentes. Entre tanto, en Grecia el desempleo pasó de un mínimo del 8 % en el verano de 2008 a más del 12 % en 2010. Entre los jóvenes superaba ya el 30 %.

Si los propios griegos eran las víctimas de su «extend & pretend», ¿quiénes eran los beneficiarios? Miles de millones de euros correspondientes al primer tramo del programa de mayo de 2010 fueron desembolsados a Atenas, que a su vez los pagó a sus acreedores. Los que tuvieron la suerte de ser titulares de deudas que vencían en 2010 o 2011 recibieron el pago completo y a tiempo. Los bancos que decidieron reducir las pérdidas y vender pudieron encontrar compradores entre los fondos de cobertura que aceptaban deuda por tan solo 36 céntimos por euro, pues creían que las cosas solo podían mejorar y que, en el peor de los casos, recibirían parte de un acuerdo final.[52] Al parecer, los bancos franceses y holandeses fueron los más activos a la hora de incumplir el embargo formal sobre las ventas de bonos griegos. Las propiedades de deuda griega de las entidades francesas cayeron entre marzo y diciembre de 2010 de 27.000 millones de dólares a 15.000 y las holandesas, de 22.900 millones a 7.700.[53] Pero la huida del bono griego no se extendió a toda la periferia. Mientras vendían bonos griegos e irlandeses, los bancos europeos buscaban rendimientos rotando su dinero en bonos españoles e italianos.[54] En general, cabía esperar que los bancos europeos a los que les interesaba su

propia supervivencia y prosperidad estuvieran recapitalizando y reorientando enérgicamente sus negocios para un futuro más allá de la crisis, pero había escasos indicios de ello. Mientras que las grandes entidades estadounidenses operaban bajo la disciplina de los «planes de capital» anuales y se les exigía que conservaran los beneficios que no repartieran como bonos para reconstruir las reservas, los bancos europeos podían actuar como consideraran oportuno. En un esfuerzo desesperado por tener contentos a sus accionistas, pagaron los pocos beneficios que cosecharon en dividendos con la esperanza de que en algún momento pudieran conseguir nuevo capital.[55] Pero ese momento no había llegado.

III

En el caso de Grecia, la reestructuración de la deuda y la obligación de los bancos de reconocer pérdidas no figuraban en la agenda. Pero Irlanda volvió a sacarlo a la palestra. Sorprendentemente, en verano de 2010 todos los bancos irlandeses fueron considerados aptos en las pruebas de estrés europeas, incluso Anglo Irish Bank, el caso perdido más notorio de 2008. En aquel momento, los préstamos de las entidades irlandesas consistentes en fondos especiales del BCE ascendían ya a 60.000 millones de euros y todo su sistema bancario se hallaba a solo unas semanas de un «precipicio de financiación», momento en el cual expiraría la garantía gubernamental emitida en septiembre de 2008 y perderían el acceso a los mercados de financiación. A partir de entonces, dependerían enteramente del banco central irlandés y el BCE. El 30 de septiembre, el Gobierno irlandés anunció que, debido a su obligación de respaldar a los bancos, el requisito de préstamo público de Irlanda en 2010 pasaría del 14% a un asombroso 32 % del PIB. Ello elevaría la deuda pública del país de un modesto 25 % del PIB en 2007 a un 98,6 % en 2010. El Gobierno irlandés, en su día un parangón de las finanzas públicas austeras, se vio obligado a echar mano del mercado de bonos.[56]

Si Irlanda quería seguir atendiendo toda la deuda de sus bancos, en su mayoría perteneciente a inversores extranjeros, el impacto sería terrible. Desde el inicio de la crisis en 2008, los ingresos irlandeses habían sido objeto de gravámenes, los subsidios para los jóvenes que buscaban empleo habían sido recortados, las prestaciones de salud para los mayores de setenta años se vieron sometidas a una verificación de recursos, los salarios

del sector público se redujeron entre un 5 % y un 10 %, los beneficiarios de prestaciones sociales sufrieron recortes del 4% y las prestaciones por tener hijos se redujeron.[57] Los costes del recorte bancario anunciados en septiembre conllevaban más recortes y subidas de impuestos. Informalmente, con la ayuda del FMI, Dublín empezó a valorar sus opciones.[58] Una facción muy ruidosa del FMI no había aceptado nunca su repliegue de la reestructuración de la deuda griega. Irlanda representaba una oportunidad para que los inversores que se habían aprovechado del auge económico del país asumieran pérdidas. Aunque solo se impusiera una rebaja a los acreedores de Anglo Irish Bank, la entidad más atribulada, los ahorros ascenderían a 2.400 millones de euros. Si los inversores de los cuatro bancos protegidos eran sometidos a esa rebaja, el alivio presupuestario ascendería a 12.500 millones. En relación con los ingresos tributarios totales, que se cifraban en 32.000 millones de euros, eran unos ahorros enormes. En aquel momento, la postura del BCE era de sobra conocida. Pelearía la reestructuración hasta el final. Pero ¿cuál sería la postura del resto de la zona euro? La opinión pública alemana se mostraba aún más contraria a los programas de la zona euro que no exigieran una aportación a los bancos y sus inversores.[59]

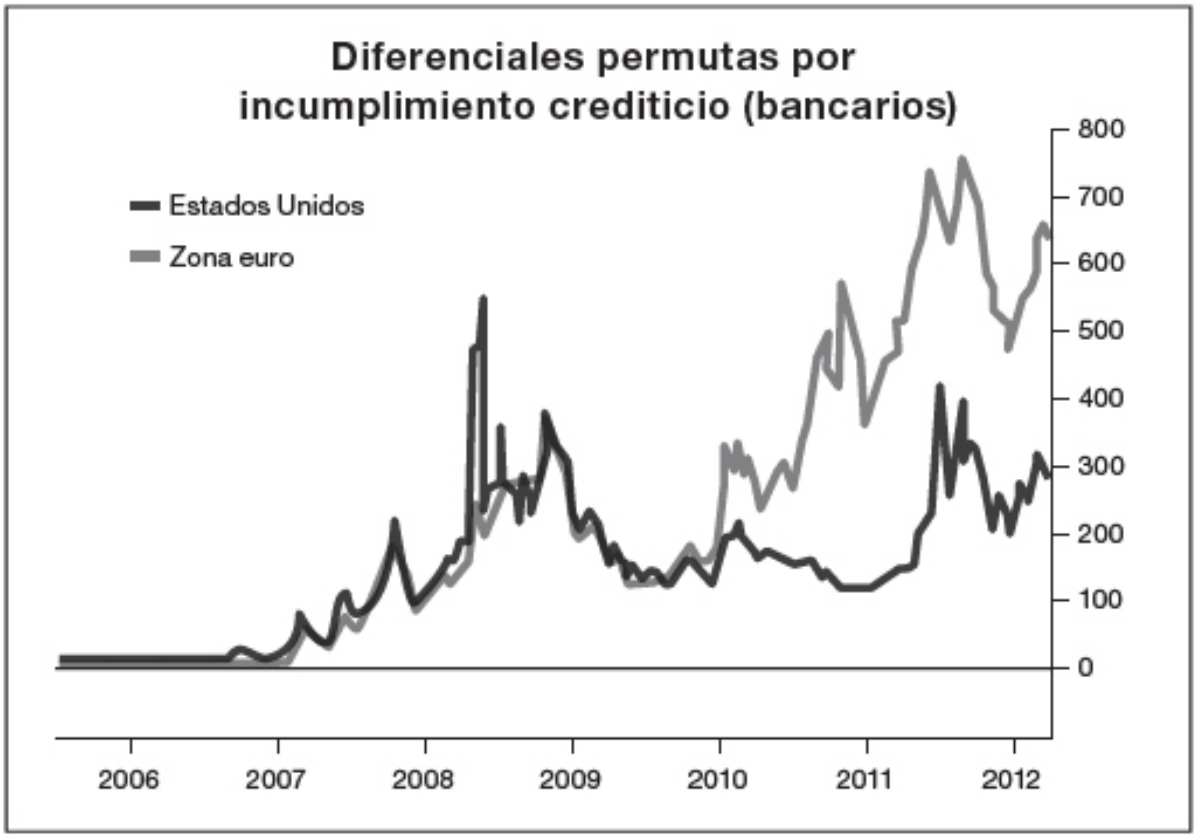
El 18 de octubre de 2010, Sarkozy y Merkel recibieron al presidente ruso Medvédev en Deauville, una ciudad turística situada en la costa de Normandía. Para espanto de Washington, el programa de la reunión era debatir futuros ámbitos de cooperación en política exterior, sobre todo en Oriente Próximo.[60] Las noticias que llegaban de Deauville coparon los titulares. Pero lo que estaba en juego no era la Alianza Atlántica, sino la zona euro. Sin consultar a sus socios de esta última, el BCE o Estados Unidos, Merkel y Sarkozy —que pronto serían conocidos como «Merkozy»— elaboraron una nueva agenda, que consistía en una mezcla de ideas francesas y alemanas. El Pacto para la Estabilidad y Crecimiento rubricado en 1997 se vería reforzado con varias normas del freno de deuda constitucional al estilo alemán. Pero los franceses obligaron a los alemanes a aceptar que, en lo tocante a medidas disciplinarias, debía haber un elemento de prudencia política. Las sanciones solo se aplicarían mediante voto mayoritario y cualificado en aquellos casos en los que los gobiernos presentaran déficits superiores al 3 % del PIB o deudas por encima del 60 % del PIB. Las sanciones serían duras y podían incluir la privación del derecho a voto. Pero la disciplina no lo era todo. También existiría una

versión institucionalizada del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, que contaría con una base legal firme en 2013 a más tardar por medio de una modificación del tratado. Esa medida ofrecería préstamos de emergencia a cualquier miembro de la zona euro que se hallara en apuros. Pero no se reproduciría el pacto griego. Merkel y Sarkozy acordaron que, a partir de 2013 y en cualquier crisis futura, los acreedores deberían asumir pérdidas. No solo aportarían nuevos fondos los contribuyentes. Aplicar una rebaja a los acreedores ayudaría a reducir las deudas. Era equitativo y tendría una útil función punitiva. Los acreedores se tomarían más en serio sus responsabilidades si sabían que se jugaban algo. El paquete fue anunciado sin previo aviso en una rueda de prensa celebrada el 18 de octubre de 2010 a última hora de la tarde.

Decir que Deauville cayó como un jarro de agua fría sería un eufemismo. Francia y Alemania habían actuado por su cuenta. Recordaba a los viejos tiempos, a la Europa de los Seis, y no a la Europa posterior a la guerra fría. No solo habían actuado solos, sino que habían abordado el que todo el mundo consideraba el tema candente de la crisis —la participación del sector privado y la reestructuración de la deuda— de manera unilateral y sin preparar a los mercados o sus socios. Para Trichet, aquello fue un desastre. La innombrable contingencia de la reestructuración había sido mencionada en público. Cuando la noticia del acuerdo entre Merkel y Sarkozy llegó a Luxemburgo, donde se reunieron los ministros de Economía, el presidente del BCE estaba furioso. «¡Van a destruir ustedes el euro!», gritó Trichet a la delegación francesa, sentada al otro extremo de la mesa. Diez días después, Trichet se enfrentó a Sarkozy cara a cara. «No es consciente de la gravedad de la situación», espetó al presidente francés, que repuso: «Puede que usted esté hablando con banqueros, pero nosotros somos responsables de los ciudadanos».[61] Es posible que Trichet otorgara prioridad a la confianza en los mercados financieros, pero Merkel y Sarkozy debían tener en cuenta la indignación de los votantes europeos. En el Bundestag, Merkel sabía que las mayorías para su política europea serían a lo sumo frágiles si las rebajas no formaban parte del acuerdo.[62] Tal como reconocería más tarde Mario Draghi, el sucesor de Trichet, las conversaciones sobre la participación del sector privado podían ser prematuras desde el punto de vista de los mercados, pero, «para ser justos una vez más, hay que abordar otro aspecto. La falta de disciplina política en ciertos países fue percibida por otros [a saber, Alemania] como una pérdida

de la confianza que debía sostener al euro. Por tanto, la participación del sector privado fue una respuesta política con vistas a recuperar la confianza de los ciudadanos de dichos países».[63]

¿Cuánto daño causó realmente el anuncio de Deauville? Los defensores de la táctica de prolongar la situación («extend & pretend») insistían siempre en que fueron Merkel y Sarkozy los que empujaron a Irlanda al abismo, en que Trichet tenía razón y en que aquel era el «momento Lehman» de Europa: un error no forzado y con motivaciones políticas. Pero, como en el caso de Lehman, se mezclaron criterios políticos y técnicos. Habida cuenta de su gigantesco déficit presupuestario y del vencimiento de la garantía de 2008 para sus bancos, Irlanda se adentraba en aguas turbulentas con o sin Deauville. Los diferenciales de la deuda del Gobierno irlandés ya estaban disparándose antes del anuncio sorpresa de Merkel y Sarkozy. Deauville no ayudó, pero tampoco sembró el pánico en los mercados, que ya estaban lidiando con la posibilidad de un rescate.[64] El principal impacto de Deauville fue el endurecimiento de la actitud del BCE. Trichet estaba decidido a que Dublín no utilizara el anuncio de Merkel y Sarkozy como una cortina de humo para quemar a los titulares de bonos de los bancos. Por el contrario, Irlanda debía aceptar un programa como el que se había impuesto a Grecia. Y, como en Grecia, teniendo en cuenta que las entidades irlandesas dependían totalmente de la financiación del BCE para su supervivencia diaria, Trichet tenía la sartén por el mango.[65]



Fuente: William A. Allen y Richhild Moessner, «The Liquidity Consequences of the Euro Area Sovereign Debt Crisis», *World Economics*, 14, n.º1 (2013), pp. 103-126, gráfico 2.3.

Dublín no se rindió sin presentar batalla. Verse abocada a la sala de urgencias económica junto a Grecia fue un golpe humillante. Por tanto, el BCE aplicó la fuerza bruta. El 13 de noviembre, el Consejo de Gobernación del BCE amenazó con retirar su apoyo al sistema bancario irlandés y filtró a los medios que Irlanda estaba a punto de solicitar un rescate. El 18 de noviembre, Patrick Honohan, el presidente del banco central irlandés, que acababa de salir de una reunión con el BCE en Fráncfort, contactó con el canal RTÉ para anunciar que solo faltaban unos días para un rescate nacional.[66] El 19 de noviembre, Trichet expuso al primer ministro irlandés en una carta confidencial las condiciones en las que el BCE estaría dispuesto a hacer extensiva su ayuda a los bancos irlandeses.[67] Dublín debía solicitar inmediatamente esa ayuda y someterse a las instrucciones de la troika. Asimismo, debía aceptar un programa urgente de consolidación fiscal, reformas estructurales y reorganización del sector financiero. Los bancos debían ser enteramente recapitalizados y la devolución de la

financiación a corto plazo del BCE para la banca irlandesa debía estar garantizada al ciento por ciento.

Pese a las desorbitadas exigencias del BCE, el 21 de noviembre, Dublín no tuvo más opción que aceptar. *The Irish Times* respondió con un extraordinario editorial que captaba el ambiente de humillación nacional e incluía una frase de la elegía de Yeats al nacionalismo romántico irlandés: «Septiembre de 1923: ¿Fue para esto?». ¿Fue para esto, preguntaba el periódico, que los nacionalistas irlandeses libraron durante siglos su batalla?: «Un rescate de la canciller alemana con unos pocos chelines de simpatía por parte del ministro de Economía británico. Es una vergüenza. Tras obtener la independencia política de Gran Bretaña para ser dueños de nuestros asuntos, ahora hemos cedido la soberanía a la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional». Pero, en lugar de regodearse en la autocompasión, *The Irish Times* añadía: «La auténtica ignominia de nuestra situación actual no es que nos hayan arrebatado la soberanía nacional, sino que la hemos despilfarrado nosotros mismos. No intentemos mitigar la sensación de bochorno con la reconfortante ilusión de que las naciones poderosas de Europa están conspirando para adueñarse de nosotros. Al fin y al cabo, ahora mismo no somos un gran premio para ningún aspirante a jefe supremo. Ningún europeo racional aceptaría voluntariamente la tarea de arreglar el desaguisado que hemos causado. Es la incompetencia de los gobiernos a los que elegimos la que ha puesto en riesgo nuestra capacidad para tomar decisiones».[68] Pese a su brillantez, lo más destacado del editorial era a quién culpaba. «Los gobiernos a los que elegimos» cargaban con la culpa histórica, y no los bancos e inversores irlandeses y sus socios de Europa y el resto del mundo, ni tampoco los expertos financieros, economistas y reguladores. La pérdida de soberanía política sin duda era dolorosa. Pero ¿quién pagaría realmente el precio de «arreglar el desaguisado»? ¿Serían los votantes y los contribuyentes o quienes se habían beneficiado de hinchar la burbuja del crédito? En el caso de Grecia al menos, las deudas eran públicas. En Irlanda se pedía a los contribuyentes que pagaran las grandes pérdidas en las que incurrieron unos bancos sumamente irresponsables y sus inversores de toda Europa. El 7 de diciembre, Dublín anunció un presupuesto con una nueva ronda de 6.000 millones de euros en recortes, la mitad de lo que se habría ahorrado si se hubiera aplicado una rebaja de valoración a los titulares de bonos bancarios. Por el contrario, se

incrementaron los impuestos a los trabajadores con salarios bajos. Los subsidios para cuidado infantil fueron recortados y las tasas universitarias aumentaron. Las prestaciones para desempleados, cuidadores y discapacitados también se vieron reducidas.

Dejando al margen la absoluta desigualdad de las exigencias de la troika, ¿era plausible que Irlanda planteara unos riesgos de contagio comparables a Lehman? Tal como exponía Martin Sandbu, de *The Financial Times*, con inusual rotundidad: «Lehman era un banco global». Su negocio «se encontraba en el epicentro de las tuberías financieras del mundo». No rescatarlo fue un desastre. Los bancos irlandeses, por el contrario, eran «un pequeño rumor en la periferia económica de Europa, perdiendo afanosa y exuberantemente [...] el dinero de los inversores en la vieja tradición de prestar más de lo que valían las viviendas». Ningún elemento «sistemático» dependía de que sus acreedores recuperaran todo su dinero.[69] Por supuesto, había riesgo de contagio. Pero, si los bancos franceses y alemanes sufrían daños colaterales, era porque habían participado con mucho entusiasmo y rentabilidad en el auge irlandés. Puesto que la responsabilidad estaba muy repartida, ¿era razonable imponer todo el coste que conllevaba contener los efectos colaterales a los contribuyentes irlandeses? Ajai Chopra, del FMI, observaba: «Sí, habría efectos colaterales. Pero [...] el BCE podría haber intervenido [...] Para eso está un banco central, para gestionar ese tipo de daños colaterales».[70]

Pero ese no era el concepto que tenía el BCE de sí mismo. El 26 de noviembre, sus representantes en Dublín dejaron claro que si había rebajas para los acreedores no habría rescate. Al día siguiente, el equipo del FMI en la capital irlandesa recibió instrucciones directas de Washington para que descartara cualquier plan que incluyera a los bancos. Los ministros de Economía del G7 habían hecho saber a Dominique Strauss-Kahn que a ninguno le gustaban las menciones a rebajas, sobre todo en el caso de Estados Unidos. Como aseguraba Tim Geithner más adelante: «En Acción de Gracias yo me encontraba en cabo Cod y recuerdo que llamé al G7 [...] desde mi pequeña habitación de hotel [...] Les dije: “Si hacéis eso [rebajas], lo único que conseguiréis es acelerar el pánico en Europa [...] Hasta que podáis proteger al resto de Europa del posterior contagio, esto es solo una metáfora de nuestra caída en 2008”».[71] Ante el silencio de los herejes del FMI, los irlandeses no tenían otra alternativa. El primer ministro Lenihan reconocía a regañadientes: «No puedo ir en contra del G7 al completo».

Para Irlanda, la rebaja de valoración unilateral era «política e internacionalmente inconcebible».[72] El 28 de noviembre, Irlanda aceptó 85.000 millones de euros en préstamos de urgencia: 63.500 de la troika y el resto en forma de apoyo bilateral de otros miembros de la UE, en especial el Reino Unido, cuyos mercados financieros tanto habían contribuido a la debacle.

Después se forjó otro acuerdo. Las deudas serían saldadas. La población de Irlanda fue la que pagó el precio. De este modo se evitó un «momento Lehman». Pero el resultado no devolvería la confianza a los mercados. La crisis económica europea no podría contenerse transfiriendo los costes a los contribuyentes nación por nación. Los rescates resultantes mantenían una apariencia de estabilidad, pero su sustancia no era creíble. En dos oleadas, primero en primavera y más tarde en otoño de 2010, los diferenciales de las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio —el precio de los seguros por un impago de bonos bancarios— se situaron por encima de los que pagaban los bancos estadounidenses. El primer desencadenante fue Grecia; el segundo, Irlanda. La crisis económica europea simplemente era demasiado grande e interconectada como para gestionarla en un nivel nacional. Las pérdidas debían recaer en los inversores europeos que habían obtenido réditos de los insostenibles modelos de negocio bancarios o elevarse al nivel de un rescate europeo coordinado. Prolongar y fingir en el ámbito nacional no hizo sino convertir las crisis bancarias en crisis fiscales, lo cual intensificó la incertidumbre a la vez que desviaba la atención del problema real.

IV

En su defensa, los legalistas del BCE argumentaban que el mandato de su institución solo tenía un objetivo: la estabilidad de los precios. De eso podían extraer la obligación de mantener el funcionamiento de los mercados financieros y los bancos de Europa. Y Trichet justificaría así su interferencia en los asuntos griegos e irlandeses y otros que estaban por llegar. Lo que no tenía el BCE era el mandato de inmiscuirse en el bienestar económico de los países miembros del euro. Era una interpretación obstinadamente simplista y conservadora.[73] Aquello fue ruinoso para la zona euro. La crisis no empezaría a superarse hasta que el BCE se hiciera a un lado.

La Reserva Federal nunca adoptó una perspectiva tan corta de miras. Tenía el mandato de mantener la estabilidad de los precios y maximizar el empleo, un legado del debate sobre política económica más amplio que se mantuvo en la década de 1970. Pero estaba anclado en el ADN organizativo de la Reserva Federal debido al recuerdo de la Gran Depresión. La miseria deflacionaria de los años treinta fue el suceso definitorio de la historia de la Reserva Federal. Esa era la historia que Bernanke había prometido no repetir. En 2010, Estados Unidos había sobrevivido a su peor crisis, pero no se había recuperado del todo. El mercado inmobiliario seguía en estado de *shock*. El porcentaje de hipotecas impagadas sometidas a procesos de ejecución iba camino de un triste récord en el invierno de 2010 a 2011, pues se había situado en un 4,64 %, es decir, más de dos millones de hogares. Desde principios de 2010, Bernanke había advertido de la excesiva rigidez de la política fiscal. El 3 de noviembre por la tarde, un día después de las dramáticas elecciones al Congreso de mitad de legislatura, la Reserva Federal anunció su respuesta. Tras un intenso debate interno, el Comité Federal de Mercado Abierto decidió empezar a comprar títulos a un ritmo de 75.000 millones de dólares mensuales durante los siguientes ocho meses. Había llegado la segunda parte de la expansión cuantitativa.

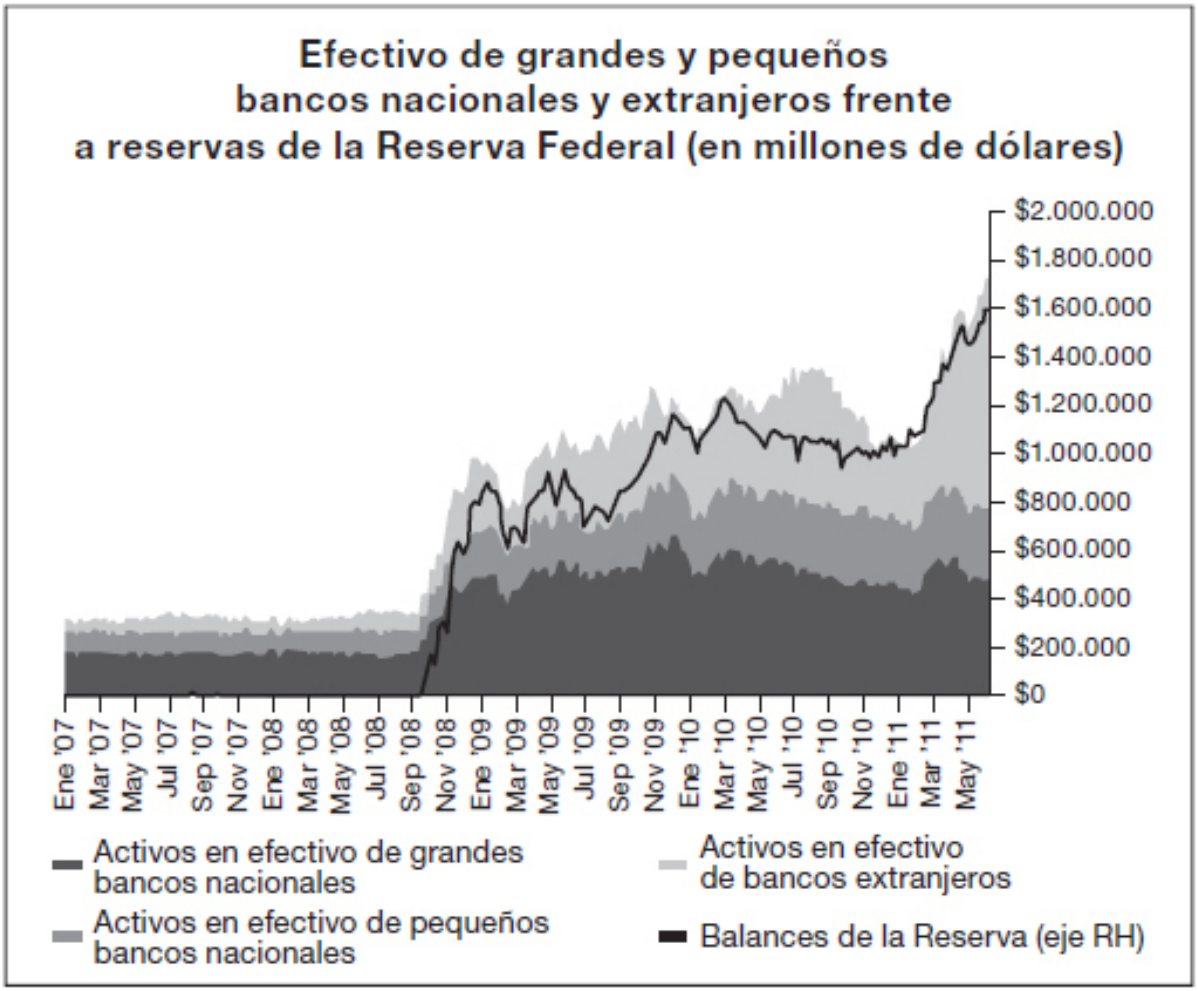
El funcionamiento exacto de la expansión cuantitativa sigue siendo objeto de controversia.[74] La compra a gran escala de bonos mayoritariamente a corto plazo hace aumentar sus precios y, por tanto, reduce su rentabilidad. Los tipos reducidos a corto plazo pueden ayudar a reducir los tipos a largo plazo y, por tanto, a estimular la inversión. Pero eso depende de si hay empresas dispuestas a invertir, lo cual no puede darse por hecho en épocas de crisis. El efecto más directo de la expansión cuantitativa llega a través de los mercados financieros. Cuando el banco central engulle los bonos, reduce la rentabilidad, lo cual obliga a los gestores de activos a buscarla en otras modalidades. Cambiar los bonos por acciones infla el mercado bursátil, lo cual incrementa la riqueza de quienes poseen carteras de valores y hace que estén más dispuestos a invertir y consumir. Esto es, cuando menos, un método incierto e indirecto para estimular la economía. Al aumentar la riqueza de unas familias ya adineradas, está predestinado a acentuar la desigualdad. Las familias con ingresos bajos no tienen manera de participar en las ganancias de capital.

La expansión cuantitativa nunca fue más que una solución de emergencia adoptada por la Reserva Federal en vista del bloqueo de la

política fiscal que imperaba en el Congreso. Pero la Fed no se hallaba aislada de la polarización de la política estadounidense.[75] El voto del Comité Federal de Mercado Abierto sobre la expansión cuantitativa se dividió en tres. Una ruidosa minoría aducía que el estímulo debería haber sido mucho mayor. Los mercados ya habían situado la expansión cuantitativa en 75.000 millones de dólares. Para tener un impacto considerable, la Reserva Federal debía causar sorpresa. Bernanke puso reparos. No quería alejarse demasiado de la sensación de «normalidad», ya que hacerlo podía infundir ansiedad y, por tanto, ser contraproducente.[76] Tal como señalaba en la reunión con los detractores de la junta: «No hay ninguna medida segura [...] Me gustaría calificar nuestra decisión de hoy de planteamiento conservador y neutral, es decir, reconocemos que no hacer nada entraña graves riesgos de mayor deflación y el peligro de que la recuperación no alcance la velocidad de huida».[77] En el Comité Federal de Mercado Abierto hubo también dos votos que se oponían a la expansión cuantitativa, no porque fuera inadecuada, sino porque era demasiado expansiva.

Fuera de los muros de la Reserva Federal, las reacciones fueron más extremas. En el caldeado clima político del triunfo electoral republicano de noviembre de 2010, lo que copó los titulares fue la noticia de que la Reserva Federal estaba embarcándose en un plan para «imprimir» decenas de miles de millones de dólares cada mes. En el bando de la derecha conspiradora, la intervención de Bernanke reforzó la convicción de que estaban interviniendo fuerzas oscuras. Glenn Beck advirtió a sus millones de espectadores republicanos en Fox que no debían dejarse engañar por su victoria en el Congreso; las riendas del poder en realidad estaban en manos de inflacionistas liberales. Lo que ponía en peligro a Estados Unidos era un «momento Weimar» hiperinflacionario.[78] Entre tanto, una destacada lista de intelectuales conservadores, entre ellos, una vez más, el historiador Niall Ferguson y Amity Schlaes, del Consejo de Relaciones Exteriores, se unió a Sarah Palin en su llamamiento a que la Reserva Federal «desistiera».[79] Curiosamente, señalaron: «El programa de compras de la Reserva Federal también se ha encontrado con la oposición generalizada de otros bancos centrales» de todo el mundo. No era ninguna exageración. Después de dieciocho meses discutiendo la política fiscal en el G20, la expansión cuantitativa provocó desavenencias por la política monetaria.

Era predecible, pero no necesario. Las dos innovaciones de octubre y noviembre de 2010 —la agenda de la participación del sector privado estipulada por Merkozy en Deauville y la expansión cuantitativa de Bernanke— podrían haber sido complementarias. Tal como había expuesto Chopra, del FMI, el complemento idóneo para una reestructuración agresiva de la deuda en Irlanda habría sido un programa de compra de bonos por parte del BCE concebido para aislar de efectos colaterales a los otros miembros frágiles de la zona euro. La insistencia en la participación del sector privado y la intervención en los mercados de bonos fueron respuestas a la inutilidad del rumbo en el que se había embarcado Grecia en mayo de 2010. Pero en la zona euro ambas cosas no llegaron a estrecharse la mano. Por el contrario, en lugar de ver la expansión cuantitativa como un complemento necesario para una resolución más sostenible de la crisis de deuda en la zona euro, los conservadores de Berlín lideraron el frente internacional contra los experimentos monetarios.



Fuente: Reserva Federal, «Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United StatesH.8», https://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/default.htm. Accedido el 1 de marzo de 2018.

La Reserva Federal anunció la segunda expansión cuantitativa solo unos días antes de que el presidente Obama y su equipo partieran hacia la última cumbre del G20, esta vez celebrada en Seúl. Allí recibieron unas críticas sin precedentes. En palabras de uno de los funcionarios del Tesoro de EE. UU. que recogieron el guante, Seúl fue un «**** espectáculo». Los brasileños, como líderes putativos del izquierdismo en los mercados emergentes, protestaron por los riesgos del flujo de capital entre países y acusaron a Bernanke de devaluar el dólar con una política de empobrecimiento del vecino. Asimismo, advirtieron de una «guerra de divisas».[80] Para los chinos, la acción de la Reserva Federal era un signo de que «Estados Unidos no reconoce [...] su obligación de estabilizar los mercados de capitales —como decía Zhu Guangyao, viceministro de Economía—.

Tampoco tiene en cuenta el impacto de esta fluidez excesiva en los mercados financieros de los países emergentes».[81] Wolfgang Schäuble iba más allá. Una vez más, Estados Unidos había demostrado ser un agente de desorden económico global. Primero había causado el fiasco de Lehman. Después había defendido el estímulo. Ahora, la Reserva Federal estaba monetizando la deuda pública. Cuando se reunió el G20, el ministro de Economía alemán denunció la política económica estadounidense, a la que tachó de «inútil», y aseguró que probablemente «aumentaría la inseguridad de la economía mundial».[82] Las políticas de la Reserva Federal hacían que «el equilibrio razonable entre los países industriales y en vías de desarrollo» resultara más difícil y socavaban «la credibilidad en las políticas económicas de EE. UU.». Mientras que Alemania se había mantenido fiel a su modelo de éxito exportador, que no requería «trucos en los tipos de cambio», el «modelo de crecimiento estadounidense» se hallaba sumido, según Schäuble, «en una profunda crisis. Los estadounidenses han vivido demasiado tiempo del crédito, han exagerado su sector financiero y han olvidado a su base industrial».[83]

Los estadounidenses no cayeron sin presentar batalla. Tim Geithner respondió que el verdadero origen de los desequilibrios de la economía mundial no era la política monetaria de EE.UU., sino las políticas mercantilistas de China y Alemania. La Reserva Federal no estaba depreciando deliberadamente el dólar. Su objetivo eran las condiciones de su país, no el tipo de cambio.[84] Si los demás querían impedir una revalorización de su divisa, solo tenían que responder a la política de tipos de interés bajos de la Reserva Federal con una expansión propia. Por tanto, lo que los detractores denominaban «guerra de divisas» podría haberse convertido en un programa exhaustivo de expansión monetaria que habría contrarrestado una nueva recesión no solo en Estados Unidos, sino también en Europa. Si decidían no unirse al estímulo, lo único que debían hacer era permitir que su divisa se revalorizara, lo cual, como predicaba Washington desde principios de la década de 2000, restablecería el equilibrio de forma natural. Fue la dependencia alemana de las exportaciones y el empeño de China en afianzar su divisa lo que puso a Estados Unidos al timón. Si querían sacar rédito de las exigencias de Estados Unidos, al menos debían tener la elegancia de hacerlo discretamente. Si había quejas, decía Geithner, ¿por qué no permitir que el FMI retomara el proyecto iniciado antes de la crisis, que consistía en controlar y supervisar los desequilibrios

internacionales, no solo el déficit estadounidense, sino también los superávits de China y Alemania?[85] Pero eso era inviable. Alemania jamás reconocería que su superávit comercial era tan solo una recompensa por su competitividad y sus virtudes productivas. El tira y afloja solo tuvo el efecto de producir un momento mareante de irrealidad. Mientras decenas de millones de personas estaban sin trabajo y el estado del bienestar europeo se desmoronaba a instancias de la troika, Fox News aterrorizaba a sus espectadores con imágenes de Ben Bernanke como un aprendiz de brujo desencadenando una hiperinflación al estilo de Weimar y, por su parte, el ministro de Economía alemán denunciaba que la propuesta del secretario del Tesoro de EE. UU. recordaba a los oscuros días de la «planificación económica» de inspiración soviética.[86]

Berlín tildaba la expansión cuantitativa de fuente de inestabilidad, pero los bancos de Europa adoptaron una perspectiva muy distinta. Por cada mil millones de dólares de títulos que compraba la Reserva Federal, acreditaba una cuenta con una cantidad equivalente de dólares. Pero ¿quién poseía esas cuenta en dólares de la Reserva Federal y, por tanto, «financiaba» la expansión cualitativa? Tal como demuestran las estadísticas de la Reserva Federal, no fueron los bancos estadounidenses los que aprovecharon dicha expansión para deshacerse de grandes carteras de bonos o conservar dinero, aunque algunos fondos de pensiones y fondos mutualistas sí vendieron bonos a la Reserva Federal. Los bancos más activamente implicados en la segunda expansión cuantitativa no eran estadounidenses, sino europeos, que redujeron sus carteras de títulos estadounidenses e incrementaron sus saldos de efectivo en la Reserva Federal.[87] Desde noviembre de 2010 se da una identificación casi exacta entre la expansión de la hoja de balance de la Reserva Federal y la expansión de los balances del dólar en manos de bancos no estadounidenses. Ello indicaría que, lejos de un aumento de «la inseguridad de la economía mundial» por parte de la Reserva Federal, en la práctica estaba ejerciendo de hucha internacional. A medida que la zona euro se precipitaba hacia la crisis, los bancos europeos abandonaron el pacto paralizado de mayo de 2010. Sacaron dinero de Europa, redujeron sus operaciones en Estados Unidos, desapalancaron sus hojas de balance y acumularon grandes cantidades de dinero. Gracias a la segunda expansión cuantitativa no mantuvieron esa reserva de liquidez en el BCE, sino en el garante último del sistema financiero global, a saber, la Reserva Federal. No

era una receta para la expansión económica. Pero, a falta de otra solución para la crisis del euro, al menos prometía un cojín de estabilidad.

Capítulo 16
EL MUNDO DE GRAVEDAD CERO

El compromiso de austeridad adquirido en 2010 provocó una furia impaciente entre los economistas críticos. ¿Por qué se embarcaba el mundo en una ruta tan obviamente contraproducente y perjudicial para las perspectivas de decenas de millones de desempleados en todo el mundo? ¿A quién beneficiaba el conservar este ejército en la reserva, se preguntaba Paul Krugman en *The New York Times*?[1] ¿A quién beneficiaba un debate disparejo sobre el déficit en el que se intercambiaban pequeños incrementos tributarios por grandes recortes en los subsidios? ¿Qué clase de sacudida sería necesaria para romper este *impasse*? La experiencia histórica no era alentadora. El New Deal de Franklin Delano Roosevelt no había bastado. Se vio frustrado por su propia timidez y por la incesante oposición de la derecha.[2] Para dar rienda suelta a la plena capacidad del Estado de EE. UU. había sido necesaria la emergencia nacional de una guerra. «La cuestión —insistía Krugman—, es que la Gran Depresión terminó gracias en gran medida a un hombre llamado Adolf Hitler, que causó una catástrofe humana que también desembocó en un abundante gasto gubernamental.»[3] Ello no significaba que Krugman anhelara la tercera guerra mundial. Pero no pudo evitar decir a la revista *Playboy*: «Si se anunciara que hacemos frente a la amenaza de unos alienígenas y debemos construir para defendernos, tendríamos pleno empleo en año y medio». A la luz de los hechos de 2011, no podemos evitar preguntarnos si Krugman achacaba una excesiva coherencia a la política del siglo XXI.

De hecho, el año empezó con un terremoto geopolítico: la Primavera Árabe. Y, fiel al guion de Krugman, ello desencadenó una intervención militar y llamamientos a un Plan Marshall para Oriente Próximo.[4] Pero, después de Afganistán e Irak, en Occidente no había apetito de reconstrucciones nacionales en tierras extranjeras. Entre los comentaristas conservadores, el alarmismo por el derrocamiento de dictadores árabes amigos se mezcló con la consternación por la expansión cuantitativa de Bernanke, lo cual creó un cóctel embriagador. Un editorial de *The Wall Street Journal* establecía comparaciones con la década de 1970, cuando la

inflación global contribuyó a desencadenar la caída del sah y la revolución de Jomeini en Irán.[5] Ahora, al «imprimir dinero» y subir los precios de los productos básicos, era el programa de expansión cuantitativa de la Reserva Federal el que desestabilizaba al mundo. Cuando las dictaduras tunecina y egipcia fueron derrocadas, los activistas conservadores de las redes sociales animaron a sus seguidores a tuitear: «Bernanke tiene las manos manchadas de sangre».[6] Por su parte, la prensa liberal contraatacó: la responsable de los altos precios de los productos básicos y las revueltas por los alimentos no era la política monetaria, sino el calentamiento global. Esa respuesta permitió a Paul Krugman equiparar la oposición al alivio cuantitativo con la negación del cambio climático.[7] No era tanto un debate sobre la Primavera Árabe como un indicativo de la creciente volubilidad del discurso político estadounidense.

Europa se acercaba más al drama norteafricano, pero su reacción difícilmente era más coherente. Francia, Gran Bretaña y Alemania se enfrentaron por la intervención de la OTAN en Libia. Alemania se alineó, como había hecho en el G20 de Seúl, con China y Rusia. El gobierno de Merkel se negó a votar a favor de la campaña aérea contra Gadafi en el Consejo de Seguridad de la ONU. Por su parte, la UE discutía vergonzosamente por quién debía acoger a los refugiados y emigrantes desesperados que llegaban a Italia desde Libia. Era un complemento desalentador a la gran crisis de la zona euro. En verano de 2011 no solo se pondría en duda la estabilidad de los regímenes de Oriente Próximo, sino también la solvencia crediticia de Italia y Estados Unidos. Tal vez no sea de extrañar que dos agudos observadores de la escena contemporánea afirmaran que, en 2011, el mundo no estaba gobernado por el G20, el G8 o el G2, sino por G0.[8]

I

En la primavera de 2011, la austeridad estaba afectando profundamente al tejido social de Europa. Los recortes del gasto y las subidas de impuestos estaban reduciendo la demanda y la actividad económica. En toda la zona euro, un 10 % de la población activa estaba en paro. Pero el desempleo para las personas en edades comprendidas entre los quince y los veinticuatro años era del 20%. Y, en la atribulada periferia, la envergadura de las cifras era paralizante. En Irlanda, el desempleo general alcanzó el 15% y el paro

juvenil el 30%; en Grecia era del 14% y el 37%, respectivamente. En España, un 20% de los adultos y un 44% de los jóvenes estaban en paro en verano de 2011. Media generación vio como la finalización de los estudios y la entrada en el mundo laboral se veía abortada. No obstante, las exigencias de una mayor austeridad eran incesantes. Después de que Irlanda y Grecia se subordinaran a los programas de la troika, José Sócrates, primer ministro de Portugal, dimitió el 23 de marzo de 2011 al no recabar apoyos para los recortes presupuestarios. Una semana después, el 2 de abril, José Luis Rodríguez Zapatero, presidente socialista, anunciaba que no se presentaría a la reelección y daría prioridad a la estabilización de las finanzas españolas. El 7 de abril, Portugal se convirtió en el tercer país que se acogía a un programa de la troika.[9]

La sensación de que el estado de bienestar europeo estaba siendo sometido a un programa implacable de recortes motivado por las exigencias de los banqueros y los mercados de bonos provocaba indignación. Stéphane Hessel, ex combatiente de la Resistencia francesa y activista ecológico, además de superviviente de Buchenwald, Dora y Bergen-Belsen, se convirtió en el inverosímil autor de un *best seller* con su oportuno manifiesto ¡*Indignáos*![10] Para oponerse a las exigencias de las finanzas globales, Hessel evocó el espíritu de Jean Moulin, el mártir de la Resistencia fallecido en 1943 a manos de la Gestapo. Adoptando el eslogan de Hessel el 15 de mayo de 2011, antes de las elecciones locales, una multitud de 20.000 manifestantes ocupó la Puerta del Sol, la plaza más simbólica de Madrid. Los indignados permanecerían un mes allí, desafiando los esfuerzos de la policía y los tribunales para echarlos.[11] Después de construir una ciudad de tiendas de campaña, declararon: «No somos mercancías en manos de políticos y banqueros».[12] Y el movimiento del 15-M siguió mucho después de que se dispersara su campamento original. El 19 de junio de 2011 fue testigo de la mayor oleada de manifestaciones en la tumultuosa historia moderna de España con hasta tres millones de personas —un 7 % de la población— en las calles.[13] A escala estadounidense, una manifestación equivalente habría contado con la participación de diecinueve millones de personas. Entre los cánticos españoles más humorísticos estaba uno dirigido a Grecia, su socio en la austeridad: «¡Silencio! ¡Los griegos están durmiendo!». En 2010, Grecia se había visto sacudida por manifestaciones masivas. Pero, desde el otoño, la resistencia había remitido. El 28 de mayo de 2011, Atenas respondió al desafío español

y la última tanda de recortes impuesta por la troika con la ocupación de la plaza Syntagma. El 5 de junio, una semana después, hubo una gigantesca concentración de entre 200.000 y 300.000 personas en la capital. Syntagma no sería desalojada hasta los violentos choques del 28 y el 29 de junio, en los que militantes revolucionarios se enfrentaron a los agentes antidisturbios, muchos de los cuales no ocultaban su simpatía por el movimiento neofascista griego de Amanecer Dorado.

Un nacionalismo resurgente que defendía la soberanía contra las imposiciones de la crisis sería una de las respuestas políticas más poderosas a la misma. Esto tuvo variantes de izquierdas y derechas. Ambas fueron especialmente ruidosas en Grecia, donde el dictado de la troika despertó los recuerdos de la ocupación, la guerra civil y la dictadura. En la izquierda era habitual que en las manifestaciones de 2010 y 2011 se asociara el veto alemán a la política económica de la zona euro con el imperialismo nazi. Entre tanto, los fascistas griegos desfilaban abiertamente por las calles.[14] Los miembros del partido Amanecer Dorado participaban en procesiones con antorchas, se adornaban con runas y contaban con la protección de musculosos soldados de asalto. Dichos miembros hostigaban y atacaban a izquierdistas e inmigrantes no europeos y creaban comedores sociales reservados, por supuesto, a griegos hambrientos. En una reproducción de los años treinta, una crisis social y económica generalizada proporcionó el escenario para un programa de comunidad racial nacional.

Las formas de resistencia provocadas por la crisis eran importantes por derecho propio. Las marchas, las manifestaciones y las huelgas se sumaban a los campamentos que reivindicaban territorios. Los espacios públicos modernizados hasta resultar irreconocibles durante los años de bonanza fueron reclamados para un modo de vida alternativo.[15] En Grecia, el desafío a la troika adoptó la forma del impago de impuestos y multas. En España, con 500.000 familias que hacían frente a desahucios y una vida enterrada en deudas impagables —no hay protección contra la bancarrota para los morosos hipotecarios según la ley española—, los manifestantes se especializaron en nuevas formas de enfrentamiento directo y no violento.[16] Los denominados «escraches» reunían a multitudes organizadas a través de las redes sociales para «enfrentarse a políticos», lo cual obligó a la indiferente élite a reconocer la envergadura e intensidad de la emergencia.[17] Si los mercados tenían derecho a sentir pánico, ¿por qué debía esperarse

que los ciudadanos guardaran las formas? ¿Por qué solo importaba la «confianza» de los inversores?[18]

La nueva izquierda que empezó a tomar forma en respuesta a la crisis de la zona euro acabaría moldeando la política europea.[19] En Grecia, la coalición de la izquierda radical conocida como Syriza, una combinación de movimientos antiglobalización y disidentes del Partido Comunista fundada diez años antes, se posicionó a las órdenes de Alexis Tsipras, su joven y carismático líder, como la alternativa radical al PASOK. Era el partido que estaba dispuesto a dirigir al pueblo griego en su batalla contra los oligarcas de su país y la troika de Bruselas.[20] En España, los manifestantes de 2011 incluían al elocuente profesor de Sociología y presentador de un programa televisivo de izquierdas Pablo Iglesias, que acabaría siendo el máximo promotor de Podemos, partido fundado en 2014.[21] Igual que Syriza, los activistas de Podemos invocaron libremente el lenguaje del «pueblo» para unir a una amplia coalición contra la línea de austeridad del gobierno.[22] Podemos defendía la causa de «la gente» contra «la casta», la camarilla que pretendía arrebatar «la democracia al pueblo».[23]

Las políticas griega y española nunca volverían a ser iguales. La crisis había saltado de la esfera económica a la política. Pero, en la primavera de 2011, los gobiernos en funciones mantenían las protestas a cierta distancia. Sin embargo, lo que forzó un cambio político no fueron las manifestaciones, por apasionadas e imaginativas que fueran, sino la conclusión ineludible de que prolongar y fingir, la «solución» improvisada en 2010, no funcionaba.

II

La situación de Grecia se deterioraba. El país estaba aplicando la austeridad, pero la deuda con respecto al PIB iba en aumento y no a la inversa. Recortar el gasto gubernamental no tuvo el efecto impulsor en la actividad de las empresas privadas que imaginaban los partidarios de la austeridad expansionaria, sino todo lo contrario.[24] El consumo y las inversiones se desplomaron. A medida que caía la demanda se perdieron más empleos y los ingresos tributarios fueron a menos. A principios del verano de 2011 estaba claro que Grecia no podría acceder a los mercados de capital en 2012 tal como se había previsto. Eso significaba que los europeos deberían conseguir más préstamos o encontrar la manera de reducir las

obligaciones de Grecia antes de que venciera el plazo en 2013. El FMI no seguiría desembolsando dinero para un programa que no estuviera plenamente financiado. Un año después de la crisis de la primavera de 2010, en Berlín también estaban perdiendo la paciencia. En una reunión del G7 celebrada el 14 de abril, después de que Strauss-Kahn estipulara las condiciones del FMI, Schäuble decidió intervenir. «No podemos absorber pérdidas privadas con dinero público», advertía.[25] La coalición de Merkel era frágil. El FDP era, francamente, euroescéptico. Si el SPD había de votar con Merkel sobre Europa, exigía que los tenedores de bonos fueran sometidos a una rebaja. Pero la Comisión de la Unión Europea y el Gobierno francés pusieron reparos y Trichet no se detendría ante nada para desterrar la reestructuración de la agenda. Cuando, el 6 de abril, los griegos solicitaron formalmente un debate sobre una reestructuración de la deuda que no consistiera en reducir las cantidades adeudadas, sino en ampliar el período de pago y los intereses, Trichet los devolvió al redil amenazando con cerrar el grifo a los bancos griegos.[26]

La postura del BCE no era puramente negativa. Lo que quería Trichet era que los gobiernos nacionales se encargaran de estabilizar los mercados de bonos, como había hecho el BCE desde mayo de 2010. El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera acordado por los gobiernos europeos el 10 de mayo de 2010 había entrado en funcionamiento. Era el vehículo para los préstamos del rescate destinado a Irlanda y Portugal. Pero su estatus legal era frágil. Las condiciones de financiación eran voluntarias y bilaterales y solo debía utilizarse en casos de emergencia para comprar nueva deuda emitida por los Estados que no podían acceder a los mercados de capital. No contaba con autorización para desempeñar la labor que había recaído en el BCE, esto es, comprar bonos en el mercado secundario para estabilizar los precios y fijar los tipos de interés. El hecho de que Merkel designara un fondo europeo común para la estabilización del mercado de bonos era veneno político, ya que sonaba a mutualización de la deuda, con todas las ramificaciones políticas y legales que ello entrañaba. Al Bundesbank podía no gustarle la compra de bonos por parte del BCE, pero podía estar justificada como intervención rutinaria del banco central. Permitir que Trichet cargara con la responsabilidad era el menor de dos males a juicio de Merkel.

Esa era la inconsistencia básica de la postura alemana. Berlín no solo era un defensor implacable de la austeridad, sino también el más

sistemático y lúcido respecto de la reestructuración y la participación del sector privado. Pero cuando se trataba de concomitantes necesarios, empezando por el respaldo al resto del mercado de bonos, Berlín era inconsistente e incoherente. Berlín tampoco demostró una energía especial a la hora de recapitalizar sus bancos, convirtiendo así a Hypo Real Estate y Landesbanken, una entidad más débil, en un lastre. Rebajar la valoración a los acreedores sin respaldar al mercado de bonos y fortalecer a los bancos no era tanto una política responsable como un ejercicio de equilibrismo que el BCE, los franceses y los estadounidenses contemplaban horrorizados. Y esta es la interpretación más benevolente de las motivaciones de Berlín. La menos benevolente era que Alemania había emprendido una estrategia de tensión, fomentando deliberadamente la incertidumbre de los mercados para someter al resto de la zona euro.[27] En cambio, Alemania gozaba de los privilegios de un puerto seguro. Mientras los PIIGS sufrían por el aumento en los rendimientos de sus bonos, los tipos de interés alemanes se precipitaban inexorablemente hacia los niveles por debajo de cero. La incertidumbre en la zona euro no era buena para las exportaciones. Pero las exportaciones de Alemania al resto del mundo estaban en auge. Los mercados laborales estaban contrayéndose. Había una gran distancia entre la afluencia y la complacencia de Múnich o Fráncfort y las turbulentas calles de Madrid y Atenas. Berlín podía permitirse seguir esperando.

Eran Trichet y sus colegas del BCE quienes consideraban que el *statu quo* era inaceptable. A consecuencia de meses de compra de bonos, en la primavera de 2011 se habían convertido en propietarios del 15 % de la deuda pública griega calificada de basura. Cuando durante las posteriores negociaciones sobre el Mecanismo de Estabilidad Europea, el sustituto permanente del EFSF, no sufragaron la compra de bonos en el mercado secundario, la paciencia del BCE se agotó. Había llegado el momento de que Fráncfort trazara una línea roja. La vertiente pública de la nueva postura del BCE era la política de tipos de interés. Cuando la crisis de la zona euro volvió a enconarse en abril y julio de 2011, el BCE, en una de las decisiones más desatinadas de la historia de la política monetaria, elevó los tipos. [28] En defensa de la institución, era cierto que la inflación en Alemania y otros puntos candentes de la economía de la zona euro estaba ganando terreno. La asimetría entre la relativa prosperidad del norte de Europa y el resto del continente era real. Pero la decisión del BCE sin duda pretendía lanzar un mensaje político; la entidad estaba constatando su

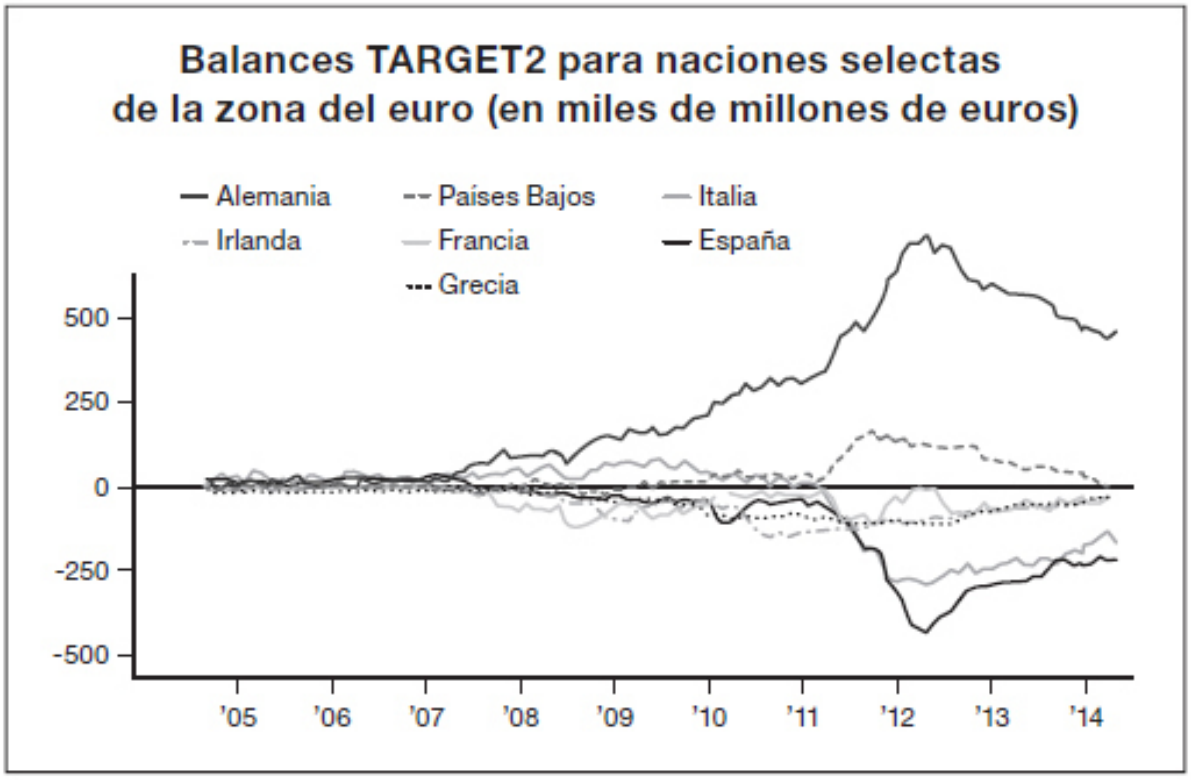
independencia y dando un aviso a los gobiernos de Europa. Estaría en sus manos el responsabilizarse de los mercados de deuda.[29] Los tipos de interés tampoco eran la única manera de enviar el mensaje. Sin fanfarria y, de hecho, sin anuncios públicos de ninguna clase, a mediados de marzo el Banco Central Europeo suspendió las compras de bonos soberanos de la zona euro e introdujo rebajas en los recobros de bonos de menor calificación.[30]

Los mercados tardaron varias semanas en tomar conciencia del endurecimiento de las condiciones del crédito. Entonces empezaron a vender. El margen de rendimientos entre los bonos más seguros y los más arriesgados de la zona euro se disparó. El diferencial griego llegó a los 1.200 puntos y, en esta ocasión, el miedo era diferente. En 2010, los mercados habían actuado contra países concretos, primero Grecia y después Irlanda. Ahora, una oleada de dinero avanzaba contra la zona euro en su conjunto. Uno de los principales indicadores fueron los fondos monetarios estadounidenses, claves a la hora de proporcionar financiación a corto plazo a los bancos de la zona euro, enormes fuentes de liquidez gestionadas por gerentes de activos gigantescos como BlackRock. Mientras que a principios de 2011 todavía proporcionaban hasta 600.000 millones de dólares en financiación para los bancos europeos, desde la primavera redujeron drásticamente su exposición a los bancos europeos.[31] En el transcurso del año reducirían su compromiso con los bancos de la eurozona en un 45%. Los bancos franceses fueron los más afectados. Ni siquiera se salvaron gigantes como BNP. En Wall Street se apostaba fuerte no solo por el impago de los prestatarios más débiles —en primavera, B&P manejaba un recorte del 50 al 70% sobre la deuda griega y una posibilidad de uno sobre tres de un impago total—, sino, cada vez más, por la caída del euro. Los gestores de fondos de cobertura más agresivos dirigieron su dinero primero a un lado y después al otro, apostando contra el dólar ante el incremento de los tipos de interés por parte del BCE y luego a la inversa, adoptando fuertes posiciones contra los bonos soberanos, los bancos y otros activos vulnerables de Europa.[32] Grandes nombres de Wall Street como el rey de los bonos Bill Gross, de PIMCO, y John Paulson, héroe de los Hedge Founds en 2008, manifestaron su pesimismo con respecto a Europa. Siempre habían sido escépticos con la zona euro, pero con el BCE y los gobiernos nacionales enfrentados, los europeos parecían abocados a la autodestrucción, y ahí también podía ganarse dinero.

El dinero estadounidense no era el único que estaba mostrando su desconfianza. Se avecinaba un enorme movimiento interno de fondos en la zona euro. Ello quedó documentado en un apéndice del Eurosistema antes desconocido que pronto adquiriría celebridad bajo el nombre de balances TARGET2.[33] A medida que el dinero salía de las cuentas bancarias y depósitos de Grecia, Irlanda, España y Portugal en busca de seguridad, se trasladó a Alemania y otros lugares del centro de la zona euro. Si la financiación de mercados hubiera funcionado con normalidad, los estresados bancos periféricos habrían encontrado financiación de reemplazo en los mercados interbancarios sin que ello afectara a sus bancos centrales. A fin de cuentas, los bancos receptores del norte estaban inundados de dinero fugado y sus homólogos griegos estaban dispuestos a ofrecer buenos tipos de interés. Pero los préstamos interbancarios en Europa nunca se habían recuperado de las sacudidas de 2007 y 2008 y habían recibido otro golpe con el pánico de abril de 2010. Por tanto, las entidades periféricas obtuvieron la financiación de sus bancos centrales nacionales, que, al no ser ya emisores soberanos de divisa nacional, recibían sus euros de la sede del BCE en Fráncfort, mientras el Bundesbank y otros receptores de dinero fugado acumulaban créditos. De repente, en la primavera de 2011, gracias en buena parte al espíritu periodístico del economista Hans-Werner Sinn, la ciudadanía alemana fue alertada de la noticia sorprendente y bastante engañosa de que estaba proporcionando en secreto un enorme «crédito» a la periferia.[34] Cientos de miles de millones de euros se «perderían» en caso de derrumbamiento del sistema de divisa.

Esta interpretación alarmista de los datos de contabilidad no debería haber sido tanto un elemento del análisis económico como un síntoma de la creciente pérdida de legitimidad por parte del sistema del euro. Lo que plasmaban los balances TARGET2 no era un «préstamo» de Alemania al resto del sistema; era el homólogo oficial a un enorme movimiento de ondos privados a las cuentas bancarias alemanas llegados desde la periferia de la eurozona. Algunos de esos fondos en movimiento eran empresas griegas o españolas ricas. Pero en gran medida eran los inversores alemanes trayendo sus euros a casa. Podían hacerlo sin riesgo de pérdidas de divisa o una apreciación masiva del marco alemán, lo cual habría perjudicado a los exportadores alemanes gracias a la unión monetaria y el sistema de compensación del BCE. A Sinn le gustaba enardecer a sus lectores con escenarios sombríos en los que una salida del euro provocaba una pérdida

de los derechos contables de Alemania sobre el BCE. Era una posibilidad preocupante e incierta. Pero una cosa estaba clara: era muy improbable que se marcharan los fondos que los inversores ansiosos ya habían trasladado a Alemania. De lo que estaba beneficiándose Alemania era de algo parecido al desorbitado privilegio que disfrutaba Estados Unidos en la economía global. En momentos de estrés, el dinero global se trasladaba al dólar. En la zona euro, el dinero se trasladaba a Alemania.[35] Era un privilegio que se medía por el margen de rendimientos. Cuando los márgenes de los bonos en países en crisis se dispararon, los de los Bunds bajaron. Fue uno de los factores que alimentaron la burbuja de la prosperidad alemana. El hecho de que un flujo de fondos hacia Alemania se considerara una carga era un síntoma del discurso febril de la crisis.



Fuente: Bruegel, bancos centrales nacionales.

III

En mayo de 2011, la confianza era tan precaria que se convocó apresuradamente una reunión secreta del Eurogrupo en Luxemburgo. Prevista para el viernes 6 de mayo, su objetivo era restablecer la unidad y la

coherencia. Sin embargo, acabó en desastre. Cuando Schäuble insistió en que debían empezar debatiendo la reestructuración y la participación del sector privado, Trichet se levantó y se fue. No pensaba tolerar semejante conversación. Por otro lado, seguir sin él era poco práctico, ya que lo único que mantenía vivos a los bancos griegos era el apoyo del BCE.[36] A nadie le gustaba la idea de tener que reestructurarlos también a ellos. Cuando *Der Spiegel* tuvo conocimiento de la reunión y los mercados estadounidenses empezaron a reaccionar, el portavoz de Jean-Claude Juncker, el veterano primer ministro de Luxemburgo y presidente del Eurogrupo, negó rotundamente que se hubiera celebrado un encuentro.[37] Horas después, el mismo portavoz se vio obligado a reconocer que los líderes se habían reunido. «Había un buen motivo para negar la existencia de tal reunión —dijo a los periodistas—. En aquel momento, Wall Street estaba abierto.» El euro estaba desplomándose. Mentir era una cuestión de «supervivencia». Cuando *The Wall Street Journal* preguntó si ese engaño podía socavar la «confianza del mercado en futuras declaraciones de la zona euro», el portavoz de Juncker repuso que el mercado ya parecía obviar cualquier comentario de Trichet, el presidente del BCE, y Lagarde, la ministra de Economía francesa. Se dijera lo que se dijese sobre el tema de la deuda griega, «nadie» parecía creérselo. Por tanto, ¿qué daño podía hacer una mentira muy conveniente? El propio Juncker había llegado a conclusiones igual de rigurosas: «La política monetaria es un tema serio —dijo el presidente del Eurogrupo al público en abril—. Deberíamos hablar de ello en secreto, en el Eurogrupo [...] Si mencionamos posibles decisiones, estamos alimentando especulaciones sobre los mercados financieros y hundiendo en la miseria a la gente que intentamos proteger de esto [...] Yo estoy a favor de los debates secretos [...] Estoy dispuesto a recibir insultos por ser insuficientemente democrático, pero quiero ser serio [...] Cuando las cosas se ponen serias, tienes que mentir».[38] En mayo de 2011, la campaña para defender lo indefendible, para sostener la táctica de «extend & pretend», había provocado una ruptura absoluta de la comunicación creíble y coherente sobre la política económica de la zona euro. Juncker era una excepción al pensar que no tenía por qué disfrazarlo, lo cual, para un diminuto paraíso fiscal como Luxemburgo, tal vez era cierto. Si se proyectaba al escenario de la UE, las consecuencias del «realismo» de Juncker eran bastante más desconcertantes.

Ante la pérdida de credibilidad europea, lo que se necesitaba era un «reinicio», una intervención aclaratoria que restableciera dicha credibilidad e impidiera que la crisis de confianza se agrandara aún más. Eso es lo que al parecer tenía en mente Dominique Strauss-Kahn como director del FMI cuando programó reuniones, primero con Angela Merkel y luego con el Eurogrupo, para mediados de mayo de 2011. Strauss-Kahn «tenía la intención de proponer un gran cortafuegos —según recordaba un alto cargo estadounidense—. Teníamos bastantes expectativas puestas en el resultado de esas reuniones».[39] Dentro del FMI, estaba creándose una nueva oposición a la táctica de prolongar y fingir. El equipo irlandés del Fondo nunca se había mostrado satisfecho con el acuerdo desigual impuesto a Dublín por el BCE y el G7 en noviembre de 2010. Los problemas de Irlanda, insistía Ajai Chopra, no eran meramente irlandeses en su alcance, sino «un problema europeo común» que exigía una acción conjunta de todo el continente.[40] Era necesario fortalecer el EFSF dotándolo de más recursos y una mayor autoridad para intervenir. Además, tal como demostró Irlanda, los bancos europeos eran demasiado grandes como para recibir un rescate de países que no figuraran entre los más grandes. Así que Chopra insistió en que, si los bancos no podían recabar suficiente capital de fuentes privadas, debía producirse una recapitalización coordinada en toda la UE.[41] Un año antes, en marzo de 2010, Strauss-Kahn había retado a los europeos a crear una autoridad de resolución bancaria financiada conjuntamente.[42] Sin eso, era peligroso plantearse cualquier paso hacia una reestructuración importante de la deuda.

En mayo de 2011, el FMI había formulado claramente la lógica básica de una solución para la zona euro que fuera más allá de la táctica de pretender que no pasaba nada y, por lo visto, Strauss-Kahn estaba empecinado en proporcionarla. Pero, el 14 de mayo, minutos antes de su partida desde el JFK, el director general del FMI fue sacado del avión por agentes del Departamento de Policía de Nueva York a causa de una denuncia por agresión sexual y retención ilegal. Fue un giro de los acontecimientos desconcertante. Gran parte de la opinión europea estaba escandalizada por el hecho de que una figura tan destacada fuera humillada con un paseo esposado por Nueva York. ¿La presunción de inocencia no existía en EE. UU.?[43] En Francia, los que no culpaban a los estadounidenses culpaban a Sarkozy, de quien se sospechaba que había conspirado para eliminar a Strauss-Kahn como rival para la presidencia.[44]

Entre tanto, la esperanza de que el FMI pudiera sacar a la zona euro de su parálisis se evaporó y la institución se quedó sin director general. La cuestión de la sucesión abrió una dolorosa herida. En 2007 se había prometido a los mercados emergentes que el siguiente director del FMI sería uno de los suyos. Ahora, ante la crisis en la eurozona, se argumentaba que, puesto que el FMI estaba interviniendo tanto en el Viejo Continente, era crucial que tomara las riendas un europeo. Si los latinoamericanos, los asiáticos o los africanos se hubieran atrevido alguna vez a esgrimir argumentos similares, solo cabe suponer cuál habría sido la reacción. Los europeos ni siquiera pestañearon. Su candidato al puesto era Christine Lagarde, que había demostrado su lealtad y competencia como ministra de Economía de Sarkozy. Contaba con el respaldo de Europa, Estados Unidos y China. Por otro lado, mientras la zona euro se precipitaba hacia la crisis, la campaña del FMI para tomar medidas decisivas fue abortada. Lagarde se preparó para su nuevo papel y, en el ínterin, John Lipsky, el número dos estadounidense en el FMI, ocupó el cargo. Lipsky estaba a favor de acciones de apoyo a gran escala por el bien de la estabilidad sistémica. Si debía intervenir el sector privado, por otro lado, tendría que ser algo voluntario y modesto en su envergadura. La prioridad de la estabilidad sistémica y la prevención del contagio volvió a reafirmarse. No era momento para conversaciones peligrosas sobre reestructuración de la deuda o recapitalización de los bancos. Lo que importaba era contener la crisis e impedir que la incertidumbre se extendiera fuera de Europa.

IV

Strauss-Kahn nunca llegó a mantener su conversación con Merkel. Pero, el 5 de junio, la canciller alemana puso rumbo a Washington.[45] Merkel tenía inclinaciones contrarias a Estados Unidos. Pero las relaciones no habían sido tan tensas desde 2003. En materia de política económica, Alemania y Estados Unidos no habían estado en sintonía desde el comienzo de la crisis. La tormenta por la segunda expansión cuantitativa había sido bochornosa. ¿Y cómo se había comportado Alemania en Libia? ¿Cuál era el plan de Berlín para Europa? Las conversaciones con Obama fueron intensas. Merkel regresó a casa el 8 de junio con una Medalla Presidencial a la Libertad y un nuevo mantra: no se hablaría más de cese de pagos griegos ni de *grexit*. A cambio de más austeridad por parte de Grecia, llegaría otro

paquete de ayudas. La participación del sector privado, es decir, la reestructuración de la deuda, formaría parte de la negociación, tal como quería Alemania desde el principio. Pero sería voluntaria. Se trataría de una reestructuración liderada por los acreedores en la que los bancos ejercerían su veto sobre las modalidades y el alcance de la reducción de la deuda. Lo que seguía estando ausente en las declaraciones de Berlín era un plan osado para la financiación o recapitalización de los bonos europeos. Por tanto, el efecto neto era aumentar la tensión. Lo que oyeron los mercados es que habría participación del sector privado, pero sin una red de seguridad adecuada.

El 29 de junio, el magullado Gobierno griego presentó la cuarta ronda de austeridad en el Parlamento; esta incluía privatizaciones, subidas de impuestos y recortes de las pensiones. Lo hizo después del violento desalojo de la plaza Syntagma y de una huelga general de dos días. Asimismo, lo hizo a la luz de unos cálculos del FMI que indicaban que, para conseguir la sostenibilidad de su deuda, Grecia debía vender activos públicos por valor de 50.000 millones de euros. De hecho, según otra valoración del FMI publicada el 4 de julio, ni siquiera eso bastaría.[46] No solo harían falta austeridad y privatizaciones, sino un gran recorte a los tenedores de bonos para conseguir que Grecia alcanzara la sostenibilidad. El tono de las conversaciones con el Instituto Internacional de Finanzas (IIF), que habían comenzado el 27 de junio, denotaba que había pocas posibilidades de que eso ocurriera. Los bancos y otros tenedores de bonos solo estaban haciendo concesiones modestas. Al BCE eso le parecía bien, ya que estaba desesperado por que no se produjera un cese de los pagos, pero contrastaba enormemente con las decenas de miles de millones de euros en recortes que Atenas estaba imponiendo a sus ciudadanos. Para Grecia, la nueva exención de Merkel y Obama estaba demostrando ser la táctica de prolongar y fingir de una nueva guisa.

En junio, cuando la agencia de calificación S&P rebajó a Grecia a CCC —la puntuación más baja concedida a un prestatario soberano— y el diferencial subió a 1.300 puntos, los mercados estaban formulando una nueva pregunta: si la zona euro no podía ocuparse de Grecia, ¿qué ocurriría si sobrevenían problemas más graves? ¿Qué pasaría si tenía que gestionar una crisis en España o Italia? Veinte años antes, a principios de la década de 1990, Italia había estado a punto de desmoronarse. Desde entonces, su deuda se había estabilizado. Roma manejaba superávits primarios. Pero su

deuda seguía siendo peligrosamente elevada en relación con el PIB. Y, teniendo en cuenta la envergadura de la economía italiana —la octava más grande del mundo por PIB nominal—, sus deudas eran enormes: 1,8 billones de euros. En los últimos días de junio de 2011, tras la decisión de autorizar la participación del sector privado en Grecia, se habían vendido 100.000 millones de euros de deuda italiana, lo cual era alarmante. Los bancos europeos estaban retrocediendo y los franceses lideraban la marcha. El porcentaje de propietarios extranjeros de deuda italiana pasó del 50 % al 45 % en cuestión de semanas.[47] Ello bastó para que los costes de los préstamos italianos pasaran del 4,25 % al 5,54 % entre junio y agosto de 2011. Podría no parecer una cifra muy elevada, pero, teniendo en cuenta las enormes necesidades de refinanciación de Italia, se adivinaba un desastre. Entre la segunda mitad de 2011 y finales de 2014, Roma calculaba que necesitaría 813.000 millones de euros para refinanciaciones y nuevos préstamos. Un aumento del 25% en el coste de mantener un volumen tan grande de deuda era, sin duda alguna, un tema serio. Si cundía el pánico en Italia, podía ser el final de la zona euro.

Contrariamente a lo que dictaban los prejuicios del norte de Europa, la clase política italiana no era en modo alguno ajena a la gravedad de la situación. Algunos economistas italianos, en especial los «chicos Bocconi», conocidos así por la destacada escuela de negocios de Milán, habían contribuido sobremanera a un nuevo consenso sobre la contención del gasto y el equilibrio presupuestario.[48] En vista de la emergencia de 2008 a 2010, Italia apenas se había permitido estímulos. La cuestión era si Roma tenía la voluntad y la capacidad para responder al nuevo pánico en el mercado de bonos. Y, en particular, cómo reaccionaría el primer ministro Berlusconi.

Berlusconi era una figura rodeada de escándalos.[49] Había sido acusado de delitos que incluían asociación delictiva, evasión de impuestos a gran escala y corrupción. Pero el 15 de febrero de 2011, en la imputación más bochornosa de todas, fue acusado de pagar por tener sexo con una menor y de abuso de autoridad al encubrir su romance con una bailarina exótica y prostituta conocida como «Ruby Robacorazones». En lugar de dimitir, Berlusconi se aferró a su cargo. El 6 de abril de 2011, ante la ansiosa mirada de los mercados financieros, el primer ministro italiano fue a juicio. El proceso fue aplazado de inmediato, pero las vistas comenzarían de nuevo a finales de mayo. Entre tanto, se cernía sobre el Gobierno de Italia una oscura nube de incertidumbre y descrédito. A finales de mayo surgieron

más dudas cuando la alianza política de Berlusconi entre Forza Italia y la Liga Norte perdió el control de Milán, su feudo natural.[50] Incluso en los mejores momentos, los instintos de Berlusconi eran del gusto popular. Ahora que estaba batallando por su vida política, ¿podía contarse con que aplicara la austeridad que exigía Giulio Tremonti, su ministro de Economía?

El fin de semana del 9 al 10 de julio, Merkel intervino personalmente para insistir a Berlusconi en la gravedad de la situación. El futuro de Europa dependía de Italia. Pero ¿el talón de Aquiles era Italia o Alemania? Para muchos europeos, no estaba claro si Merkel deseaba mantener verdaderamente la unidad del euro. Empezaron a circular rumores de que Helmut Kohl, el viejo canciller alemán, padre del euro y de la reunificación del país, cuestionaba si su legado europeo estaba a salvo en manos de Merkel. «Esta chica [Merkel] está destruyendo mi Europa», dijo supuestamente Kohl a un periodista.[51] Con renuencia, Merkel y Schäuble pospusieron sus vacaciones de verano y convocaron una reunión del Consejo Europeo el 21 de julio, donde se debatiría la estabilización de la eurozona. Los temas eran predecibles: ajuste fiscal y austeridad, participación del sector privado, reestructuración y sostenibilidad de la deuda y compra de bonos por parte del BCE. Lo único que no estaba aún sobre la mesa era una recapitalización bancaria a nivel europeo, el elemento final de una estrategia coherente para la contención de la crisis. Pero ¿a qué jugaba Berlín? ¿Estaban Merkel y Schäuble corriendo riesgos calculados y aterradores? O, protegida por su relativa prosperidad, ¿la clase política alemana no entendía las presiones del resto de la zona euro?

El 14 de julio de 2011, en respuesta a las presiones del mercado, el Parlamento italiano adoptó un estricto programa de austeridad de 70.000 millones de euros, a la par con la iniciativa alemana de 2010.[52] Pero seguiría planeando la duda mientras Berlusconi llevara las riendas. Y la cuestión de la participación del sector privado en Grecia aún estaba por resolver. Trichet se mantuvo firme. Si se producía algo parecido a una reestructuración completa de la deuda griega, el BCE desaprobaría los bonos griegos como garantías admisibles. El pánico volvió a inundar los mercados de deuda de la zona euro. Lo que originalmente había sido un problema nimio, como Grecia e Irlanda, estaba convirtiéndose rápidamente en una crisis total en el sur de Europa, incluidas grandes economías como España e Italia. Mientras que, en 2007, los inversores de bonos de la zona

euro consideraban la deuda griega el equivalente a lo que ofrecía Alemania, en septiembre de 2011, los diferenciales de los CDS para Italia y España eran más elevados que Egipto en los estertores de la revolución.[53] Los tres países que con toda probabilidad se declararían insolventes se encontraban en la zona euro —Grecia, Irlanda y Portugal—, muy por delante de Bielorrusia, Venezuela y Pakistán.[54] El espíritu revolucionario parecía haber saltado el Mediterráneo. Las escenas de violencia en Atenas alimentaron fantasías de caos social propagándose por Europa. Supuestamente, algunos analistas financieros serios hablaban de «hiperinflación, golpes de estado militares y una posible guerra civil».[55] Pero ya no era una cuestión de Hedge Founds depredadores o uno o dos analistas sobreexcitados hablando del euro con condescendencia; bancos comerciales y fondos de pensiones de toda Europa y Estados Unidos estaban sacando decenas de miles de millones de euros de Italia y los países del programa.[56] Cuando los soberanos de la zona euro perdieron su estatus de emisores de activos seguros, los inversores institucionales no tuvieron más opción que reubicar sus carteras. Y eso afectó también a los bancos europeos. En verano de 2011, la financiación mayorista estaba agotándose.[57]

A falta de solo unos días para la cumbre del 21 de julio, París pensó en la posibilidad de que Merkel quisiera que fracasaran las conversaciones.[58] La reducción de la deuda pactada hasta la fecha con los cabilderos bancarios era demasiado baja para satisfacer a Berlín. Los recursos y el mandato del EFSF eran insuficientes para tranquilizar a los franceses y los mercados, o para convencer a Trichet de que retomara la compra de bonos. Si las conversaciones no llegaban a buen puerto, nadie estaría a salvo, ni siquiera Francia. Sarkozy se dio cuenta de que, para salir de ese punto muerto, tendría que negociar cara a cara con Merkel. El presidente francés llegó a Berlín el 20 de julio a las 17.30 y chocó inmediatamente con una barricada en torno al EFSF. Pronto quedó claro que Berlín y París no podrían solventar la cuestión sin la intervención de Trichet. Este abandonó Fráncfort y llegó en el último avión a Berlín a las diez de la noche. El acuerdo no debía fraguarse entre Alemania y Francia, sino entre Alemania, Francia y el BCE. A primera hora del 21 de julio, Sarkozy y Merkel se turnaron a un teléfono móvil para exponer las condiciones de su acuerdo a Van Rompuy, el presidente del Consejo Europeo. Aquella tarde se presentó formalmente el paquete en Bruselas y fue votado por los demás gobiernos.

Grecia recibiría 109.000 millones de euros más, que cubrirían sus necesidades financieras durante 2014 y permitirían al FMI seguir formando parte de la troika. El interés de ese préstamo se reduciría al 3,5 %. Los plazos de vencimiento se ampliarían y, a través de varias opciones de participación del sector privado, los acreedores de Grecia realizarían una aportación, aunque estaba por determinar cuál sería la cantidad exacta. El BCE sería indemnizado por cualquier pérdida en la que incurriera. Si los bancos griegos sufrían daños irreparables, serían recapitalizados con fondos de la troika.[59] Lo más importante era que los gobiernos recalcaron que la participación del sector privado solo era aplicable a Grecia. Era el único país insolvente de la zona euro. Todos los demás cumplirían sus obligaciones sin excepción. Para impedir el contagio, el EFSF sería reforzado y, a instancias del BCE, adquiriría poderes para entrar en el mercado secundario y crear líneas de crédito para países no pertenecientes al programa, como España e Italia. El EFSF ya no sería solo un último recurso, tal como insistía Merkel desde marzo de 2010, sino un organismo preventivo que ayudaría a estabilizar mercados para impedir cualquier amenaza incipiente. Estos eran por fin los elementos de una solución factible: implicación por parte de los griegos, reestructuración de la deuda, más préstamos, cooperación con el BCE y respaldo a un EFSF recientemente fortalecido. Incluso se reconoció parcialmente la necesidad de recapitalización de los bancos. La estructura general era buena, pero ¿salían los números? ¿Y quién pagaría?

Un punto crucial era el alcance de la participación del sector privado. La cifra inicial surgida de las educadas negociaciones con el IIF era de solo el 20 %. No se permitió a los bancos estar presentes en las reuniones intergubernamentales del 21 de julio, pero se dieron cita en los pasillos. Cuando los gobiernos anunciaron que un 20 % era insuficiente, el IIF ofreció un 21 %. Con esta concesión simbólica imperaba la satisfacción general por haber llegado a un acuerdo. Nadie hizo cuentas. Era una cuestión de gestos, no de aritmética. Cuando el representante del FMI cuestionó la sostenibilidad de Grecia adoptando una reestructuración tan modesta, los asistentes fueron objeto de una «furiosa denuncia» por parte de Charles Dallara, del IIF.[60] La indignación era una fachada. En privado, Dallara se jactaba del generoso acuerdo que había conseguido para sus clientes, los grandes bancos.[61]

El resultado de este compromiso fue que Grecia pagaría con su reputación el haber reestructurado sus deudas, pero el alivio económico sería nimio. Seguiría teniendo una deuda del 143 % del PIB, lo cual era claramente insostenible. Como observaba un analista de Goldman Sachs: «Esta tendencia a "minimizar" iniciativas políticas por lo demás positivas ha sido un rasgo recurrente de las medidas europeas». Un miembro del equipo económico de UBS era menos comedido: «Estos juegos en los márgenes... Hay que reducir la deuda a la mitad». En cuanto a las nuevas medidas de apoyo que ofrecía el EFSF, Willem Buiter, economista jefe de Citigroup, declaraba a Bloomberg Television: «El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera ha pasado de ser una pistola de un solo cañón a convertirse en una ametralladora Gatling, pero con la misma cantidad de munición [...] Debe aumentarse su envergadura urgentemente».[62] Si Italia entraba en estado crítico, el EFSF no necesitaría entre 200.000 y 400.000 millones, sino entre 1 y 2 billones de euros. De lo contrario, solo el BCE, con su reserva interminable de euros, podría respaldar al sistema.

Mientras tanto, los inversores estaban al borde del precipicio. A finales de julio trascendió que Deutsche Bank había recortado sus posesiones de deuda italiana en un 88 % desde principios de año.[63] Para los italianos del bando de Berlusconi era sin duda alguna un chantaje. En los círculos de Tremonti, el ministro de Economía, se hablaba de una puñalada por la espalda.[64] Aquel mismo año, Roma había cometido la temeridad de afirmar que cualquier rescate europeo conjunto debía financiarse no en proporción al PIB, sino a la envergadura de los bancos que iban a ser rescatados. Como cabría esperar, no fue una idea popular en Berlín. Tremonti estaba convencido de que las ventas precipitadas de Deutsche eran un mensaje de Merkel y Schäuble. Fuera cual fuese la verdad, la sospecha era sintomática. La confianza estaba resintiéndose.

V

Si el dinero estaba huyendo de Europa, ¿adónde iría? La respuesta desde el principio de la crisis económica había sido, paradójicamente, Estados Unidos. Cuando las *subprime* estadounidenses cayeron no se produjo la venta de dólares que muchos temían. Por el contrario, los inversores se decantaron por bonos estadounidenses, la cumbre de la pirámide monetaria global. En 2008, el dólar se disparó y los tipos de

interés estadounidenses cayeron. Oleadas sucesivas de expansiones cuantitativas invirtieron esa tendencia. El dólar cayó frente a sus principales socios comerciales. Ello impuso pérdidas a los inversores y provocó que los bonos estadounidenses fueran ligeramente menos atractivos. Sin embargo, en verano de 2011 acechaba en el horizonte algo mucho más amenazante.

A principios de año, cuando la nueva mayoría republicana en el Congreso enseñó músculo, el esfuerzo por diseñar un planteamiento bipartidista y a largo plazo para la consolidación fiscal se rompió.[65] A falta de un presupuesto, en abril de 2011 el gobierno federal de EE. UU. estaba al borde del bloqueo. El 16 de mayo se alcanzó el techo permisible para la deuda federal, que estaba situado en 14,3 billones de dólares. Puesto que los ingresos tributarios cubrían solo un 60 % del gasto, Washington había llegado al límite de su derecho legal a solicitar préstamos. El Tesoro se vio obligado a adoptar «medidas extraordinarias» que incluían préstamos con dinero de las reservas del gobierno y la venta de activos del fondo de pensiones de la administración pública.[66] Ello sostendría al Departamento del Tesoro hasta el 2 de agosto. A partir de entonces, el gobierno federal de EE. UU. tendría que elegir entre pagar salarios o pagar a sus acreedores. Estados Unidos estaba abocado a algo incluso peor que la austeridad concertada: una parálisis que podía provocar el incumplimiento de sus obligaciones con acreedores nacionales y extranjeros.

A finales de julio de 2011, mientras Sarkozy, Merkel y Trichet jugaban con el futuro de la zona euro, Estados Unidos se hallaba peligrosamente cerca del abismo. Ya no había discrepancias en Washington en torno a la necesidad de una consolidación fiscal urgente.[67] Pero existía una gran división entre los demócratas, que insistían en un planteamiento equilibrado de la reducción de la deuda con subidas de impuestos y recortes de los subsidios, y los republicanos, centrados exclusivamente en la reducción de gastos. John Boehner, portavoz de la Cámara de Representantes, quería ejercer su control sobre la facción del Tea Party cerrando un acuerdo con la Casa Blanca para conseguir unos recortes del déficit de 4 billones de dólares en diez años. Pero el 22 de julio, las conversaciones entre Boehner y la administración de Obama se rompieron por las exigencias republicanas de recortes del gasto médico y la insistencia de la Casa Blanca en un aumento de los impuestos por valor de 1,2 billones de dólares.[68] Los periodistas empezaron a recopilar las facturas de agosto que el Gobierno estadounidense debía abonar primero. Especialistas constitucionales

debatían los pros y los contras de la prerrogativa ejecutiva, o si habría que acuñar monedas de platino de 1 billón de dólares con las que saldar la deuda nacional.[69] Si Grecia era un problema e Italia demasiado grande para fallar, no se sabía qué ocurriría si EE. UU. incurría en un impago. Solo en agosto, el Departamento del Tesoro debía saldar deudas por un valor de casi 500.000 millones de dólares.[70] Con la zona euro tambaleándose, los fondos del mercado monetario estadounidense que estaban retirándose de los bonos bancarios europeos seguían decantándose por bonos estadounidenses. Pero las apariencias engañaban. La demanda de deuda del Gobierno de EE. UU. se mantuvo, pero sobre todo en vencimientos cortos y de bajo riesgo. El vencimiento medio de los bonos estadounidenses propiedad de los fondos monetarios pasó de noventa y cinco días en enero de 2010 a solo setenta a finales de julio de 2011.[71] Mientras tanto, los ingenieros financieros empezaban a plantearse la necesidad de algo que nadie había pensado hasta el momento: permutas de incumplimiento crediticio sobre bonos estadounidenses.[72]

Antes de 2008, el mercado de permutas de impago crediticio sobre bonos de EE. UU. (CDS) no existía. ¿Qué sentido habría tenido asegurar unos activos exentos de riesgos de los cuales dependía todo el sistema financiero global? En el caso sumamente improbable de un incumplimiento por parte de EE. UU., la desestabilización general sería tal que no estaba claro que alguna entidad financiera privada estuviera en posición de actuar como homóloga fiable. ¿Quién tendría que pagar el seguro contra el fin del mundo? No obstante, tras su aparición en pleno caos de 2008, cuando parecía que Fannie Mae y Freddie Mac podían caer, el mercado de CDS sobre bonos estadounidenses revivió en 2011. En los últimos días de julio, más de mil contratos estaban impagados y los diferenciales ascendieron a 82 puntos básicos. Era una fracción de lo que pagaban los inversores en deuda griega, pero era asombroso que existiese siquiera el mercado.

El 31 de julio de 2011, Washington se alejó del abismo. Se había llegado a un compromiso presupuestario que impondría la austeridad automática si las dos partes enfrentadas no pactaban recortes a finales de año. Con renuencia, se convenció a suficientes radicales del Tea Party sobre la postura de liderazgo republicana para que el acuerdo saliera adelante. Hicieron falta muchas presiones y horas de discursos alarmistas por parte de expertos en calificación crediticia y antiguos miembros de la administración de Bush para convencer a los insurgentes republicanos de las dramáticas

consecuencias de un incumplimiento. Pero el daño ya estaba hecho. Tal como aseguraba despreocupadamente Mitch McConnell, líder de los republicanos en el Senado, a los medios de comunicación: «Creo que algunos de nuestros miembros pensaban que la cuestión del incumplimiento era un rehén al que podían intentar ustedes disparar. La mayoría de nosotros no opinábamos igual. Lo que sí valoramos era si merecía la pena pagar un rescate por un rehén».[73] Tal como observaba Jason Chaffetz, un radical recién llegado al Tea Party, la amenaza era real: «No estábamos para bromas [...] Lo habríamos desmantelado».[74]

El 3 de agosto, Dagong, la agencia china de calificación crediticia, fue la primera en llegar a la conclusión más obvia. Rebajó a Estados Unidos de A+ a A. En palabras de Dagong: «En esta coyuntura crucial, ni el Partido Demócrata ni el Republicano han mostrado consideración alguna por el interés general y han velado por sus intereses partidistas; les costó tomar la decisión correcta, lo cual sembró el terror en todo el mundo. Ello pone de relieve el papel negativo del sistema político estadounidense en el ámbito económico».[75] El sistema político de EE. UU., conjeturaron los analistas chinos, «no puede resolver la influencia fundamental del bajo crecimiento económico, el alto déficit y la creciente deuda en la capacidad para saldar dicha deuda aumentando la creación de riqueza, puesto que la insolvencia nacional es irreversible. Es natural que la política monetaria de la tercera expansión cuantitativa sea activada en el siguiente paso, que sumirá a la economía mundial en una crisis generalizada; el estatus del dólar estadounidense se verá sacudido en este proceso». Ese era el criterio del G20 en Seúl traducido al lenguaje de la calificación crediticia. El año terminó con una gran venta de deuda del Gobierno estadounidense por parte de Pekín. Pero no hubo retirada. La larga acumulación de demandas chinas al contribuyente estadounidense había terminado. Pero la cartera se estabilizó a un nivel entre 1,2 y 1,3 billones de dólares.

Las críticas chinas eran de esperar. Fueron más sorprendentes las repercusiones en casa. El 5 de agosto sucedió lo inimaginable. Standard & Poor’s, una de las agencias de calificación estadounidenses, rebajó a Estados Unidos de AAA a AA+. S&P citaba las «arriesgadas políticas» de los últimos meses y los crecientes indicios de que «el gobierno y la gestión de Estados Unidos» eran cada vez «menos estables, eficaces y predecibles».[76] La agencia apuntaba asimismo al nivel supuestamente insostenible de la deuda estadounidense y a la rapidez con la que estaba

acumulándose, cosa que podía elevarla a más del 90 % del PIB en 2021, el impopular umbral de Reinhart y Rogoff. Pero cuando se remitió al Departamento del Tesoro la explicación de la decisión de S&P, quedó claro que la agencia de calificaciones había cometido un error elemental. Al aplicar las cifras de crecimiento de la deuda al escenario de referencia equivocado, había exagerado enormemente el déficit que cabía esperar en los siguientes diez años. Y lo que era aún más sorprendente, cuando le hicieron notar ese error, S&P no se retractó. Mantuvo la calificación a la baja y el texto explicativo, con la excepción del error del modelo. Ello llevó al Tesoro a presentar una denuncia oficial. «Pese a todo, S&P decidió seguir adelante con su valoración fallida limitándose a alterar el criterio principal de su decisión, que pasó de ser económico a político [...] La magnitud de ese error y las prisas con las que cambió su criterio de acción [...] plantean interrogantes fundamentales sobre la credibilidad e integridad de las calificaciones de S&P.»[77] Nadie puso en duda la debilidad del sistema político de EE. UU., pero S&P había demostrado una vez más lo frágiles que eran las agencias de calificación. Fueron sus certificados AAA, concedidos a cientos de miles de millones de títulos garantizados por hipotecas, los que contribuyeron a precipitar la crisis de 2008. Sus sucesivas rebajas de calificación estaban marcando el ritmo de la crisis en la zona euro. Pero resultó que ni siquiera acertaban a calcular correctamente el presupuesto de EE. UU.

VI

Billones de dólares de deuda estaban perdiendo su estatus como activos seguros. El Departamento del Tesoro de EE. UU. fue acusado por el ministro de Economía alemán de tendencias intervencionistas que recordaban al comunismo. La OTAN estaba discutiendo por Libia. La flexible política monetaria de la Reserva Federal fue acusada de fomentar la revuelta en Oriente Próximo. La UE estaba anquilosada en una no solución a la crisis de la deuda griega y, cuando no estaba desarrollando su táctica de prolongar y fingir, mentía abierta y descaradamente. Tanto el primer ministro italiano como el director general del FMI estaban acusados de abuso sexual. Washington jugaba a sabiendas con la bancarrota. Las agencias de calificación no sabían hacer cálculos aritméticos. En las calles había millones de personas protestando, exigiendo una «ruptura», pues no

podían pagar unas deudas que habían contraído o que habían sido contraídas en su nombre.

A lo largo del fin de semana del 6 y 7 de agosto, mientras el mundo digería la rebaja de la deuda soberana de Estados Unidos, jefes de gobierno, banqueros centrales y mandatarios del Departamento del Tesoro interrumpían sus vacaciones de verano para mantener una frenética ronda de conferencias telefónicas. Pero todo lo que surgió de ellas fueron comunicados insustanciales que no hicieron nada por inspirar confianza. El lunes 8 de agosto, sacudidos por las malas noticias llegadas desde ambos lados del Atlántico, los mercados bursátiles cayeron con fuerza. El presidente Obama solo acertó a decir: «Ahora vivimos en una economía global en la que todo está interconectado, y eso significa que cuando hay problemas en Europa, en España, en Italia y en Grecia, esos problemas llegan hasta nuestras costas».[78]

En la crisis generalizada de legitimidad que sobrevino en 2010 y 2011 no había punto arquimédico. Era imposible presenciar la refriega desde lo alto. Dejar esto claro era el objetivo de los manifestantes que se enfrentaron a altos cargos de los gobiernos español e italiano. Querían abrirse paso entre la invencible autoridad y salvar la distancia que separaba a quienes tomaban decisiones de aquellos a los cuales afectaban esas decisiones, obligarlos a conocer de frente otra realidad. Y, durante el verano de 2011, un pequeño grupo de activistas estadounidenses decidieron hacer lo mismo en Nueva York, el epicentro de las finanzas mundiales.

El 19 de agosto de 2011, representantes de la Bolsa de Nueva York se reunieron con agentes del FBI para celebrar una conferencia inusual.[79] Rastreando Internet en busca de actividades sospechosas, el FBI había conocido la existencia de una red «anarquista» denominada «Ocupy Wall Street». Su propósito era importar a Estados Unidos el movimiento de protesta que había adquirido tanta relevancia en Europa. La ocupación de Zuccotti Park, situado junto a Wall Street, estaba prevista para el 17 de septiembre. Al principio, los medios de comunicación estadounidenses ignoraron la noticia. Los primeros en hacerse eco de ella fueron la agencia France-Presse y *The Guardian*.[80] Pero, en cuestión de semanas, el pequeño campamento levantado a tiro de piedra de Wall Street coparía los titulares de todo el mundo.[81]

Teniendo en cuenta la tormenta que desató en las redes sociales, es importante poner «Ocupy Wall Street» en perspectiva. Era una iniciativa

pequeña en comparación con las gigantescas movilizaciones antiausteridad que se habían llevado a cabo en Europa. Las manifestaciones globales celebradas el 15 de octubre de 2011 reunieron a alrededor de un millón de personas en España, entre 200.000 y 400.000 en Roma y decenas de miles en Portugal. En Nueva York desfilaron entre 35.000 y 50.000 manifestantes. Pero la ocupación de Nueva York tenía una importancia simbólica que superaba con creces su modesta envergadura. Expresó una oposición radical en el corazón mismo del capitalismo estadounidense. Aparecieron campamentos similares por todo Estados Unidos: Filadelfia, Oakland, Boston, Seattle, Atlanta, Los Ángeles, Denver, Tucson, Nueva Orleans, Salt Lake City y muchas otras ciudades. Más lejos, hubo campamentos solidarios importantes en Londres, Seúl, Roma, Manila, Berlín, Bombay, Ámsterdam, París y Hong Kong. Los cálculos varían, pero se celebraron manifestaciones solidarias en al menos novecientas ciudades de todo el mundo.[82] En Estados Unidos, allá donde aparecieran, los campamentos del movimiento eran sometidos a la estrecha vigilancia del FBI e incluso las autoridades antiterroristas. Pero, pese a su pequeñez y a su aparente desorganización, el hecho obvio e inquietante era que un elevado porcentaje de la opinión pública estadounidense compartía la ira de la minoría radical.

En octubre de 2011, un sondeo realizado para *The New York Times* y CBS desveló que casi la mitad de los encuestados consideraban que lo que el FBI tachaba de «campamento anarquista» reflejaba la opinión de gran parte de los estadounidenses.[83] Dos tercios consideraban que la riqueza debía repartirse de manera más equitativa; nueve de cada diez demócratas, dos tercios de los independientes e incluso un tercio de los republicanos coincidían con ese sentimiento. Pero solo un 11% de los ciudadanos confiaban en que su gobierno haría lo correcto, un 84% desaprobaba al Congreso, que había amenazado con poner de rodillas al gobierno federal de EE.UU., y un 74% creía que su país iba por mal camino. Desde enero de 2009, la administración de Obama había puesto todas sus energías en frenar el descontento popular. En lugar de intentar movilizar la indignación latente en la sociedad estadounidense, había encontrado una solución tecnocrática tras otra. Dos años después, el resultado fue una espectacular pérdida de legitimidad tanto de la izquierda como de la derecha.

Capítulo 17
LA ESPIRAL DESTRUCTIVA

El 1 de septiembre de 2011, Pedro Passos Coelho, el nuevo presidente de Portugal, hizo su primera visita a Berlín. Su anfitriona, la canciller Merkel, inició la rueda de prensa conjunta anunciando cuánto se alegraba de oír que la troika acababa de enviar su primer informe sobre el programa de ajustes estructurales de Portugal y que se había mostrado satisfecha con los progresos realizados. También estaba encantada de saber que Coelho no veía obstáculos para incorporar un freno de deuda al estilo alemán en la Constitución portuguesa. En el posterior turno de preguntas y respuestas, pareció que la canciller Merkel se iba de la lengua. Interpelada sobre la cuestión del control parlamentario del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, ordenado recientemente por el Tribunal Constitucional alemán, Merkel respondió impávida: «Vivimos en una democracia y eso nos gusta. Es una democracia parlamentaria. Eso significa que el presupuesto es un derecho clave del Parlamento. Por tanto, encontraremos maneras de organizar la codeterminación parlamentaria de manera que cumpla con los mercados y aparezcan en ellos los indicadores adecuados. Según nuestros especialistas en presupuestos, son conscientes de esta responsabilidad».[1]

Una codeterminación que cumpliera con los mercados. ¿A eso se había visto reducido la democracia europea en otoño de 2011? ¿Era esa la agenda oculta de los programas de la troika, impuestos no solo a los Parlamentos de Grecia, Irlanda y Portugal, sino también al Bundestag, para que cumplieran con los mercados? Para muchos manifestantes que participaron en las protestas de 2011, las palabras de Merkel confirmaron sus prejuicios sobre la UE, a la que veían como poco más que un contenedor para el dominio de los mercados, o esa nueva expresión en boga sobre la crisis: «neoliberalismo».[2] Merkel apenas hizo nada por aclarar la situación. El 22 de septiembre, días antes de la reunión del FMI en Washington, recibió en la cancillería a Benedicto XVI, el primer papa alemán. Preguntada por periodistas curiosos, Merkel dijo que la crisis europea había sido uno de los temas principales de su conversación: «Hablamos de los mercados financieros y del hecho de que los políticos deberían tener el poder para

hacer política para las personas y no verse condicionados por los mercados [...] Es una tarea muy, muy importante en estos tiempos de globalización».[3]

En su esquiva generalidad, esas afirmaciones son sintomáticas de la profundidad de la crisis en otoño de 2011. En el espacio de apenas tres semanas, la canciller alemana se las arregló para decirle a la prensa que los políticos debían ser responsables ante los mercados y al papa que los políticos debían gobernar para «la gente» y ajenos a esos mercados. ¿Era una contradicción o insinuaba una especie de síntesis? De ser así, ¿la cuestión era buscar una forma de expresión conforme a los mercados que permitiera a los políticos ejercer su poder arteramente o, por el contrario, una manera de someter a la democracia a tal conformidad que ningún mercado debía temer las políticas del Parlamento? ¿Lo sabía alguien en Berlín? No es de extrañar que Gregor Gysi, el elocuente portavoz de Die Linke, tildara la gestión que estaba haciendo Merkel de la crisis en la zona euro de motor del caos y la confusión.[4]

Lo mínimo que podemos deducir es que el dogma optimista por el cual la democracia y los mercados eran vistos como complementos naturales y necesarios —el mantra después de la guerra fría— estaba muerto.[5] En su lugar, la crisis había situado entre ambos una conciencia más realista de la tensión potencial. Pero esa generalización también entraña sus riesgos, especialmente cuando se da por sentado que son los mercados financieros y no la política los que fuerzan la tensión. Desde luego, durante la crisis de la zona euro, ese no había sido el caso. La presión a la que se hallaban sometidos los miembros más frágiles de la zona euro no dependía de un enfrentamiento ineludible de personas y mercados o de capitalismo global y democracia.[6] Venía dictada sobre todo por la voluntad o no del BCE de comprar bonos. En los mercados, muchos bancos y operadores bursátiles no solo estaban exhortando a la UE a que tomara medidas de estabilización, sino que apostaban miles de millones a que finalmente lo haría. Lo que demoró la estabilización y agravó el conflicto entre la democracia y los mercados hasta niveles extraordinarios fue la lucha entre Alemania, Francia y el BCE por el futuro gobierno de la zona euro, una cuestión en la que la política y la economía estaban entrelazadas. Irónicamente, el resultado, como en 2010, fue una intensificación de la crisis hasta el punto que los asuntos europeos ya no podían quedar en manos de sus ciudadanos.

El compromiso del 21 de julio para un nuevo paquete de ayudas a Grecia supuestamente debía estar flanqueado por una nueva tanda de compra de bonos por parte del BCE. Se consideraba que como mínimo Irlanda y Portugal estaban haciendo progresos suficientes en sus programas supervisados por el FMI. Así pues, el 4 de agosto de 2011, el BCE anunció que estaba de nuevo en el mercado de bonos. Los precios y las ganancias no tardaron en estabilizarse. Ese fue el animado telón de fondo para la visita de Coelho a Berlín. Pero, en el caso de Italia y España, Trichet no quería liberarlas tan fácilmente. El BCE necesitaba más pruebas de conformidad. Para plantear sus argumentos, el 5 de agosto Trichet envió un memorándum confidencial a los presidentes Zapatero y Berlusconi en el que exponía lo que deberían hacer para proteger las compras de bonos por parte del BCE.[7] En el caso de Italia, la misiva adquirió más peso con la firma de Mario Draghi, director del banco central italiano y sucesor de Trichet en el BCE.

Ni España ni Italia habían solicitado un programa de la troika, pero eso no impidió que el BCE exigiera grandes recortes del gasto gubernamental y una subida de impuestos. En el caso italiano, Trichet y Draghi hicieron un llamamiento a la privatización de servicios públicos locales, una propuesta que había sido rechazada recientemente en un referéndum nacional.[8] El BCE también pidió unos cambios drásticos en la política del mercado laboral que infringían los derechos de los sindicatos italianos y españoles. Esos cambios eran necesarios, insistía el BCE, para reducir el desempleo y potenciar el crecimiento. Era un intento manifiesto de alterar el equilibrio de poder social y político por medio de la política monetaria, pobremente disfrazado con la cláusula del BCE según la cual había que garantizar que la protección social permaneciera intacta. Si esas impopulares medidas se encontraban con oposición, Trichet y Draghi proponían que el Gobierno italiano aplicara el artículo 77.º de la Constitución, que permitía acciones ejecutivas «en casos de necesidad y urgencia extraordinarias». Dicho artículo, originalmente concebido para combatir el espectro de la insurrección comunista durante la guerra fría, eran unos paños calientes invocados repetidamente desde los años setenta para tapar «medidas de emergencia».[9] Su uso excesivo había sido criticado por los tribunales italianos. Si a Berlusconi le preocupaba la legalidad de esos procedimientos, Trichet y Draghi aconsejaban que debía solicitar una aprobación parlamentaria con carácter retroactivo. Como cabría esperar, los miembros del Gabinete de Berlusconi más concienciados con la legalidad

se preguntaban si era su sospechoso primer ministro o Draghi y Trichet quien representaba un peligro más grande para el Estado de derecho.

El Gobierno español decidió mantener en secreto la carta del BCE. Si había de sufrir una humillación, prefería que los hechos no salieran a la luz. En un gesto de aceptación, los dos grandes partidos políticos españoles aceptaron modificar la Constitución española, que no se había visto alterada en treinta años, para incluir la estabilidad presupuestaria.[10] En cambio, Berlusconi aceptó las condiciones de Trichet, pero en medio de una protesta ciudadana. Más tarde aseguraría que las instrucciones del BCE les hacían parecer «un gobierno ocupado».[11] Pero, lejos de sonrojar al BCE, las protestas de Roma solo sirvieron para aumentar la fama de severo de Trichet, lo cual, en un giro irónico, le dio carta blanca. El 7 de agosto, el BCE empezó a comprar bonos italianos y españoles bajo el llamado Securities Market Program (SMP).[12]

Eso bastó para calmar a los mercados y contener el riesgo inmediato de desastre. Pero el gobierno de Berlusconi era poco concreto sobre la escala de las medidas de austeridad que estaba dispuesto a adoptar. La economía italiana estaba al borde de una recesión grave. Los mercados seguían siendo inestables. Y, como todo el mundo sabía, las cosas irían a peor. El compromiso sobre Grecia adquirido el fin de semana del 20 y 21 de julio había sido inadecuado desde el principio. En lugar de conseguir la sostenibilidad, el programa de consolidación de Grecia llevaba un retraso sistemático. Para evitar la insolvencia, Grecia necesitaba una rebaja mucho mayor que la impuesta a los banqueros en verano: no un 21 %, sino algo más próximo al 50 %. Si se pretendía evitar el pánico, habría que contextualizarlo en un acuerdo franco-alemán firme sobre el futuro gobierno de la zona euro. Francia era la última línea de defensa. Si la crisis se extendía de Roma a París, todo habría terminado. En un hecho poco halagüeño, en otoño de 2011, mientras el BCE intervenía para frenar la deuda pública italiana, el diferencial de los bonos franceses a diez años en relación con los alemanes subió a 89 puntos básicos.[13] Ante ello, Merkel y Sarkozy afianzaron su alianza. Lo que necesitaba Sarkozy desesperadamente era un alud de dinero. Con el BCE desarrollando una estrategia de tensión, la única manera de calmar a los mercados sería ampliar el EFSF o aceptar una mutualización general de la deuda pública de la zona euro. Fue la aceptación agónicamente lenta de estos hechos básicos por parte de Berlín lo que marcó el ritmo de la crisis.

El 29 de septiembre, el Bundestag votó finalmente la exigua ampliación del fondo de estabilización de los mercados de bonos pactada el 21 de julio, lo cual era visto como un momento decisivo para el futuro de la coalición de Merkel.[14] Si bien el EFSF contaba con el apoyo de la mayoría del Bundestag, en la derecha alemana la compra de bonos por parte del BCE había desencadenado una reacción furiosa. En la crucial reunión de la junta directiva del BCE celebrada en agosto, Jens Weidmann, un hombre de línea dura elegido por Merkel para dirigir el Bundesbank alemán y en su día alumno aventajado de Axel Weber y asesor económico personal de la canciller, no solo votó en contra de la compra de bonos, sino que hizo pública su oposición.[15] El 9 de septiembre, Jürgen Stark, el miembro alemán de la junta del BCE y economista jefe del banco —quien se creía que estaba detrás de las subidas de los tipos de interés aplicadas ese mismo año— dimitió a modo de protesta. Para contener el impulso de la rebelión conservadora, Merkel debía ganar la votación sobre el EFSF en el Bundestag, no con los votos de la oposición proeuropea del SPD, sino sobre la base de su *Kanzlermerheit* con los votos de sus compañeros de coalición. Finalmente, el 29 de septiembre Merkel consiguió los votos, pero por un margen extraordinariamente reducido. De los 330 miembros de la coalición, solo 315 votaron a favor de la moción, cuatro más de los 311 necesarios. Merkel había ganado, pero tenía poco margen de maniobra.

Sea como fuere, en cuanto el Bundestag hubo votado quedó claro que se había visto superado por los acontecimientos. Como sabían todos los actores de los mercados, el EFSF acordado en verano era demasiado pequeño. El voto del Bundestag el 29 de septiembre era tan solo una ocasión para empezar a hablar de cómo apalancar los fondos, algo que había sido descartado explícitamente por Schäuble antes de la votación.[16] A menos que los mercados se calmaran repentinamente, el gobierno de Merkel pronto debería lanzar de nuevo el dado parlamentario.

II

En verano se había reconocido por fin que cualquier reestructuración de la deuda griega requeriría un rescate total de sus bancos. Eran propietarios de tanta deuda pública que sus hojas de balance no sobrevivirían a la reducción del valor de sus activos. Lo que todavía no aceptaban los gobiernos europeos era que el problema era mucho mayor. La política de

«extend & pretend» podría haber tenido la ventaja de desviar la atención de los bancos acreedores o los gobiernos prestatarios en bancarrota. Fueron los ciudadanos de los países supervisados por la troika quienes pagaron el precio. Pero también permitió a los políticos europeos enfrentarse a los problemas subyacentes de la estabilidad financiera. Probablemente conjeturaron que, si se les daba tiempo, los bancos cuidarían de sí mismos. Pero, pese a las cifras de cuento de hadas que arrojaban las pruebas de estrés europeas, estaba claro que eran castillos en el aire. De hecho, en otoño de 2011 los bancos europeos se precipitaban hacia el abismo. Tenían que soportar presiones llegadas desde seis direcciones. Las pérdidas acumuladas entre 2007 y 2008 seguían figurando en sus cuentas. Sus posesiones de deuda soberana europea estaban cada vez más desequilibradas. Los problemas económicos de la zona euro eran negativos para las nuevas empresas. El nuevo capital y los requisitos de liquidez de Basilea III exigían un doloroso ajuste de los balances. En sus nichos de mercado más rentables en Estados Unidos, Europa y Asia, los bancos europeos hacían frente a la feroz competencia de las entidades resurgentes de EE.UU. y Asia. Y, a la luz de todo ello, los mercados monetarios se mostraban cada vez más recelosos de ofrecer financiación. Un asunto era una lenta contracción de los balances. Si los mercados financieros cerraban, Europa volvería a vivir los hechos de 2008. Teniendo en cuenta esa gran amenaza, abordar abiertamente los problemas a largo plazo del sector entrañaba sus riesgos. Pero, si no se enfrentaban al problema de la recapitalización, ¿cómo serían seguros los bancos?

En agosto de 2011, cuando fue nombrada directora general del FMI, Christine Lagarde cogió la batuta que había dejado Strauss-Kahn cuando fue trasladado a la prisión de Rikers Island. Ya en 2009, los analistas del FMI habían puesto de relieve la poca idoneidad de la recapitalización de los bancos europeos.[17] Dos años después, en vista de la escalada de la crisis de deuda soberana de la zona euro, el FMI calculó que lo mínimo que necesitaban los bancos europeos eran 267.000 millones de euros de nuevo capital.[18] Era un desafío amedrentador, pero, sin él, el resto de las medidas anticrisis en el ámbito de la política monetaria carecerían de cimientos sólidos. La ofuscación política en Europa estaba tapando la lección básica de 2009: las cuestiones de política macroeconómica y estabilidad sistémica no podían separarse higiénicamente del funcionamiento de los grandes

bancos, ahora conocidos de manera más cortés como instituciones financieras sistémicas.

Los bancos, por supuesto, defendían sus intereses. El Instituto Internacional de Finanzas, que nunca huía del alarmismo en lo tocante a regulaciones bancarias, calculaba que Basilea III y las regulaciones nacionales obligarían a los bancos de todo el mundo a aumentar su capital en 1,3 billones de dólares en 2015.[19] Era mucho pedir, y un gran número de bancos tal vez preferirían contraer sus balances y ralentizar la frágil recuperación. En la reunión de la Junta de Estabilidad Financiera celebrada el 23 de septiembre en Washington, Jamie Dimon, de J. P. Morgan, pasó al contraataque. Condenó las nuevas normas de capital y desafió con tal violencia a Mark Carney, presidente del Banco de Canadá y director de la Junta de Estabilidad Financiera, que Lloyd Blankfein, de Goldman Sachs, juzgó necesario intervenir.[20] Curiosamente, Dimon tachó las normas de Basilea III de antiamericanas, aunque, en realidad, la presión a la que sometían a los europeos era mucho mayor. En lugar de aumentar capital como sus homólogos estadounidenses, los principales prestamistas europeos estaban desapalancándose en masa y reduciendo el tamaño de su cartera de préstamos. Basándose en los planes publicados por los propios bancos, los analistas pronosticaron una contracción de entre 480.000 millones y 2 billones de euros. Desde el punto de vista de los reguladores, era exactamente lo que se pretendía. Los bancos necesitaban reducir su exposición. Pero no era solo una cuestión estratégica. Uno de los principales impulsores de la contracción era la caída de la demanda de préstamos, lo cual presagiaba problemas para la economía de la zona euro y un círculo vicioso en el que una mayor depresión obligaría a los bancos a hacer provisiones aún más grandes ante una nueva oleada de préstamos impagados, aumentando así la presión sobre sus hojas de balance.

Bancos europeos bajo presión: otoño de 2011 (en miles de millones de euros)

	Activos fijos 2008	Deuda PIIGS	Desapalancamiento previsto
RBS	80	10,4	93-121
HSBC	54,3	14,6	83
Deutsche Bank	51,9	12,8	30-90
Crédit Agricole	28,2	16,7	17-50
Société	27,5	18,3	70-95

Générale			
Commerzbank	23,8	19,8	31-188
Barclays	20,7	20,3	20
BNP Paribas	12,5	41,1	50-81

Nota: La deuda de los PIIGS se refiere a la tenencia de deuda soberana portuguesa, italiana, irlandesa, griega y española.
Fuentes: Banco de Inglaterra, *Financial Stability Report*, 30 (diciembre de 2011), y http:// www.forecastsandtrends.com/article.php/770/

No fue la miseria del desempleo juvenil en España y Grecia lo que convirtió a la crisis de la zona euro en un motivo de preocupación global. El mundo despertaría tarde a lo que vendría en llamarse la «amenaza populista». En 2011 fue la posibilidad de una crisis bancaria en Europa lo que llamó la atención de políticos de todo el mundo. Si los gigantescos balances billonarios de los bancos franceses, alemanes, suizos, italianos y españoles temblaban, la City de Londres y Wall Street no estarían a salvo. Y, como en 2008, la influencia era bidireccional. Si la retirada de la financiación estadounidense sometía a los bancos europeos a demasiada presión, ello frenaría drásticamente sus negocios en EE.UU. Como explicaba al Congreso William Dudley, de la Reserva Federal de Nueva York: «Los fondos de inversión de los mercados monetarios que estaban facilitando financiación en dólares a los bancos europeos en verano y otoño [de 2011] empezaron a retirarse. Otros prestamistas, grandes gestores de activos, también estaban distanciándose de los bancos europeos. Y eso estaba haciendo que dichos bancos abandonaran sus operaciones en dólares [...] La situación avanzó a un ritmo bastante trepidante a finales de otoño y principos de invierno».[21] El pánico estaba extendiéndose a los bancos estadounidenses. En otoño de 2011, los CDO de los bancos estadounidenses empezaron a aumentar preocupantemente.[22]

III

La mañana del 16 de septiembre de 2011, Geithner, el secretario del Tesoro, viajó a Varsovia para asistir por primera vez a la reunión mensual de ministros de Economía y banqueros centrales de Europa. En sus publicitadas observaciones, al parecer comenzó de manera humilde.[23] «Nuestra política es terrible, tal vez peor que en muchas regiones de Europa», dijo. La batalla por el techo de deuda había terminado en el

Congreso tan solo seis semanas antes. «En vista del daño que causamos al mundo en los primeros estadios de la crisis económica y teniendo en cuenta los desafíos a los que nos enfrentamos, no nos encontramos en una posición especialmente fuerte para dar consejos a todos ustedes, así que llego con humildad.» Pero más tarde insistía en que el «conflicto permanente» entre los gobiernos europeos y el BCE era «muy perjudicial». «Gobiernos y bancos centrales deben eliminar el riesgo catastrófico de los mercados.» Maria Fekter, la locuaz ministra de Economía austríaca, comentaba después que el tono del secretario del Tesoro estadounidense había sido «muy dramático».[24] Lo que proponía Geithner era la habitual doctrina estadounidense de máxima fuerza. «El cortafuegos que han construido debe ser percibido como algo más grande que la envergadura del problema. No triunfarán reduciendo el problema para que encaje en su nivel actual de compromiso financiero [...] Es más peligroso incrementar gradualmente que utilizar una gran fuerza preventiva.» Según los cálculos del Departamento del Tesoro, la zona euro necesitaba una financiación de al menos 1 billón de euros y preferiblemente de 1,5 billones.[25] Adoptando una idea propuesta por Mark Carney, del Banco de Canadá, y Philipp Hildebrand, del Banco Central Suizo, Geithner argumentó que el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera debía ser apalancado para que tuviera fuerza suficiente para ejercer de cortafuegos.[26] El EFSF podía respaldar un préstamo con el capital invertido en él por los gobiernos de Europa. Era una solución sencilla pero controvertida en Europa, especialmente en Alemania, ya que, aunque aumentaba el poder del fondo, también incrementaba la posibilidad de pérdidas.

Fueron los europeos quienes invitaron a Geithner a Varsovia. Pero, tras la caída de Wall Street en 2008 y la crisis presupuestaria del Congreso en julio de 2011, probablemente no se recordaba un momento en el que Europa hubiera estado menos dispuesta a escuchar consejos financieros de EE. UU. Jean-Claude Juncker se negó de plano a debatir la propuesta del fondo de rescate de Geithner con alguien que no fuera miembro de la zona euro. Geithner salió del encuentro rehusando hacer declaraciones a la prensa. En palabras de un analista de Nueva York: «No sé si ha sido productivo que el secretario Geithner viajara a Polonia teniendo en cuenta el resentimiento europeo hacia EE. UU. [...] Temo que eso pueda llevar a los europeos a salir del fuego para meterse en las brasas».[27] Ese diagnóstico trivial era llamativo, pero el desprecio a Estados Unidos era innegable. Cuando

Geithner regresó, *The New York Times* publicó un artículo poco halagador en el que contrastaba la recepción que había tenido con el triunfalismo de los años noventa, cuando la revista *Time* había calificado a sus mentores —Greenspan, Summers y Rubin— como «El comité para salvar el mundo». En septiembre de 2011, Sheila C. Bair, la vieja némesis de Geithner como presidenta de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos, comentaba que el consejo del Departamento del Tesoro habría resultado más convincente si lo hubieran dado conjuntamente Estados Unidos y China, un argumento que este último esgrimiría en la siguiente reunión del G20.[28]

Cuando los líderes de las finanzas mundiales se dieron cita en Washington para la reunión anual del FMI a finales de septiembre de 2011, el ambiente era lúgubre. Las instituciones financieras del mundo estaban contemplando «el abismo», declararon.[29] Desde los márgenes, Larry Summers, recientemente retirado de la Casa Blanca, declaró: «Ahora que esos problemas tienen potencial para alterar el crecimiento en todo el mundo, las naciones están obligadas a insistir en que Europa encuentre una solución viable».[30] Los europeos no podían seguir fingiendo que lo único que estaba en juego eran cuestiones de gobierno de la zona euro. La reunión previa del G20 emitió un comunicado que insistía en que, ante la crisis permanente en la zona euro, se comprometía a «tomar todas las medidas que sean necesarias para preservar la estabilidad de los sistemas bancarios y los mercados financieros». Geithner y George Osborne, su homólogo británico, exigieron el final de la «crisis política» en Europa. El énfasis en la política era llamativo. El ministro de Economía canadiense manifestó su incredulidad por que las reuniones globales hubieran estado hablando de Grecia desde enero de 2010.[31] Geithner advirtió de una «cascada de incumplimientos, pánicos bancarios y riesgos catastróficos» si Europa no construía un cortafuegos lo bastante fuerte. Lagarde, desde su nueva posición ventajosa en Washington, insistió en que todavía había una «senda hacia la recuperación», pero «mucho más angosta que antes, y está estrechándose aún más».[32] Sin embargo, una semana después de la reunión del FMI, el plan del EFSF que Merkel había de presentar en el Bundestag era demasiado escueto y el ministro de Economía Schäuble negó públicamente cualquier propuesta para incrementarlo por medio de apalancamientos. Los europeos, y los alemanes en particular, seguían sin entender la situación.

La primera semana de octubre, como si pretendiera demostrar que las ominosas conversaciones mantenidas en Washington no eran simple alarmismo, se produjo la debacle del banco francobelga Dexia, una de las víctimas de 2008 que estaban más expuestas a la deuda periférica de la Unión Monetaria.[33] Una vez más, la Autoridad Bancaria Europea se había puesto en ridículo. Durante el verano, Dexia había superado con nota la tercera prueba de estrés europea. Un examen *post mortem* reveló que las pruebas de estrés no habían contemplado adecuadamente las pérdidas resultantes de una reestructuración de la deuda griega. Asimismo, habían ignorado por completo la crisis de liquidez. En 2008 fueron los efectos colaterales los que provocaron el desastre en Lehman y AIG. En 2011, ocurrió lo mismo con Dexia.[34] El banco había contraído una enorme cartera de intercambio de tipos de interés y ahora hacía frente a demandas por valor de decenas de miles de millones de euros en daños colaterales. Los gobiernos belga y francés se vieron obligados a efectuar un costoso rescate en el peor momento. Teniendo en cuenta el posible impacto sobre la deuda pública francesa, Christan Noyer, gobernador del Banque de France, tuvo que negar las afirmaciones de que la calificación crediticia del país podía correr peligro.[35]

Entre tanto, desde el otro lado del Atlántico llegó la noticia de que la destacada empresa de corretaje MF Global estaba en apuros. Los reguladores estadounidenses le habían ordenado que aumentara su capital neto debido a su posición de varios miles de millones de dólares en bonos soberanos irlandeses, españoles, italianos y portugueses. Al invertir la legendaria posición corta que habían acumulado los especuladores con los títulos respaldados por hipotecas en 2007, MF Global había abierto una posición larga en deuda soberana de la zona euro. Era apostar por que los otros inversores subestimarían la estabilidad de la zona euro y el valor de los bonos periféricos. Cuando los inversores institucionales, como los fondos de pensiones y seguros, y los bancos se deshicieron de sus títulos de la eurozona, fue MF Global quien los compró. Como había ocurrido en el caso de la posición corta, había una carrera entre el sentimiento del mercado y la capacidad del inversor a contracorriente para mantener la liquidez. En octubre de 2011, a MF Global se le agotó el tiempo. El llamamiento de los reguladores a la obtención de más capital motivó investigaciones sobre sus hojas de balance y reveló que, para subvertir la situación ante las enormes presiones del mercado, había recurrido a fondos de los clientes. A finales de

octubre, uno de los inversores más importantes que apostaban por el futuro de la zona euro se derrumbó.[36]

Era una amarga ironía que, precisamente cuando MF Global solicitó protección, la zona euro empezara a tomar medidas para una resolución más decisiva de la crisis. El 23 de octubre, los líderes europeos celebraron una reunión para comentar el borrador de otro plan de estabilización. Dicho plan contemplaba una profunda reestructuración de la deuda, nuevos préstamos para Grecia, una ampliación del EFSF y una recapitalización de los bancos. Finalmente, todos los elementos de la solución estaban sobre la mesa. De hecho, los problemas empezaban a resultar monótonamente familiares. Sin embargo, eso no significaba que el camino fuera a ser obvio o políticamente sencillo. El 26 de octubre, Merkel se dirigió al Bundestag, donde aseguró que la ampliación del EFSF que habían aprobado el mes anterior no era suficiente y que, finalmente, tal vez sería necesario apalancar el fondo.[37] Con la promesa de que, en cualquier circunstancia, la aportación alemana tendría un límite de 211.000 millones de euros, Merkel volvió a obtener la mayoría que necesitaba. Ahora que, al menos formalmente, Alemania había aceptado, los líderes europeos se reunieron por segunda vez en Bruselas la tarde del 26 de octubre para ultimar el tercer paquete de rescate para Grecia.

En esta ocasión, la participación del sector privado sería la piedra angular del acuerdo. El recorte sería profundo. Los bancos y sus accionistas tendrían que reconocer pérdidas por valor de decenas de miles de millones de euros. Corría el rumor de que los alemanes estaban presionando para que fuera un 60 %. Los acreedores, que negociaban desde el sótano del edificio Justus Lipsius de la UE, pedían menos, y eran un grupo poderoso. Pese a la venta continua de bonos periféricos, en 2011 todos los grandes bancos de Francia, Alemania e Italia seguían siendo titulares de bonos griegos, al igual que ocurría con los bancos de Grecia, los grandes fondos de seguros y los fondos de cobertura estadounidenses.

Alterar esta influyente coalición de intereses financieros no solo requirió incentivos económicos, sino también una contundente intervención de Merkel y Sarkozy. El 27 de octubre a las 4.04 de la madrugada se anunció un acuerdo para un «intercambio voluntario de bonos» al 50%.[38] El plan prometía reducir la deuda de Grecia por debajo del 120 % del PIB. Para conseguirlo, Grecia recibiría otros 130.000 millones de euros en financiación, lo cual situaría la totalidad de los préstamos de emergencia

que había percibido desde 2010 en 240.000 millones de euros, o más del ciento por ciento de su PIB. Para contener los efectos secundarios de esa crucial decisión, todos los Estados miembros de la zona euro reafirmaron solemnemente su «determinación inflexible de cumplir su compromiso soberano individual». El EFSF sería ampliado a cerca de 1,2 billones de euros por medio de apalancamientos o utilizando sus recursos no para hacer préstamos directos, sino como un fondo de seguros para cubrir pérdidas en títulos privados. Y se esperaba que los bancos europeos se recapitalizaran por un total de 106.000 millones de euros, aunque estaba en sus manos cómo conseguían dichos fondos. Por fin, Europa había creado un paquete que, al menos de manera sucinta, reconocía lo más fundamental del problema. La reducción de la deuda, la recapitalización y los préstamos de emergencia eran las claves. Las cuestiones de quién pagaría y cómo se equiparía el EFSF todavía estaban en el aire, pero antes de poder abordar esos aspectos técnicos esenciales, Europa tenía que lidiar con las repercusiones políticas.

Composición y tenencia estimada de bonos de la junta de acreedores (en miles de millones de euros)

Miembros principales de la junta		Otros miembros de la junta de acreedores			
Allianz (Alemania)	1,3	Ageas (Italia)	1,2	MACSF (Francia)	nd
Alpha Eurobank (Grecia)	3,7	Banco de Chipre	1,8	Marathon (EE. UU.)	nd
Axa (Francia)	1,9	Bayern LB (Alemania)	nd	Marfin (Grecia)	2,3
BNP Paribas (Francia)	5,0	BBVA (España)	nd	MetLife (EE. UU.)	nd
CNP Assurances (Francia)	2,0	BPCE (Francia)	1,2	Piraeus (Grecia)	9,4
Commerzbank (Alemania)	2,9	Crédit Agricole (Francia)	0,6	RBS (Reino Unido)	1,1
Deutsche Bank (Alemania)	1,6	DekaBank (Alemania)	nd	Société Gén. (Francia)	2,9
Greylock Capital (EE. UU.)	nd	Dexia (Belg/Lux/Fra)	3,5	UniCredit (Italia)	0,9
Intesa San Paolo (Italia)	0,8	Emporiki (Grecia)	nd		
LBB BW (Alemania)	1,4	Generali (Italia)	3,0		
ING (Francia)	1,4	Groupama (Francia)	2,0		
Banco Nacional de Grecia	13,7	HSBC (Reino Unido)	0,8		

Nota: Los cálculos de tenencia de bonos hacen referencia a junio de 2011 y la composición de la junta de acreedores a diciembre de 2011.
Fuente: Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch y Mitu Gulati, "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy," *Economic Policy*, 28, n.º 75 (2013), pp. 513-563.

IV

A finales de octubre de 2011, después de dos años de desastre económico y pánico financiero, el sistema político griego estaba desmoronándose. El desempleo estaba en el 19,7% y había subido un 8% desde 2008. El estado de ánimo ciudadano era pésimo. Desde el comienzo de la crisis, la oposición griega, tanto de derechas como de izquierdas, se había negado sistemáticamente a aunar fuerzas con el gobierno para hacer frente a las exigencias de los acreedores extranjeros. El desastroso programa de austeridad se había aplicado gracias a la mayoría obtenida por el PASOK en octubre de 2009. El partido estaba pagando el precio. La tercera semana de octubre, gigantescas manifestaciones protestaron en toda Grecia por la última ronda de recortes. Las huelgas tuvieron un alcance sin precedentes. «Basureros, profesores, mandos militares ya retirados, abogados e incluso jueces abandonaron sus puestos de trabajo.»[39] Un miembro del Partido Comunista murió en los enfrentamientos con la policía. El 28 de octubre, el día que se conmemoraba la resistencia nacional, el venerable presidente de la República Karolos Papoulias, que en su día había sido partisano, fue abucheado por los manifestantes en Tesalónica. Con la intención de recuperar la iniciativa, la noche del 31 de octubre el primer ministro Papandreou convocó una reunión de su partido y anunció que había llegado el momento de que la mayoría del pueblo griego hiciera lo necesario para obligar a la oposición a apoyar las medidas dictadas por la troika.[40] Se celebraría un referéndum sobre la última reestructuración de la deuda y el programa de austeridad de la UE.

Era un gesto político razonable por parte de Papandreou, pero ¿tenía Grecia la libertad de maniobra que conllevaba un referéndum? El complejo acuerdo anunciado la madrugada del 27 de octubre fue el resultado de meses de agonizantes debates entre París y Berlín, Bruselas, el BCE y el IIF, que representaba a acreedores de todo el mundo. Merkel había azotado dos veces al Bundestag. El plan del 21 de julio había sido ratificado por todos los Parlamentos europeos. Ahora, sin previo aviso, el primer ministro griego ponía otra traba democrática. Mercados aparte, ¿cómo reaccionarían los otros Parlamentos? ¿Y si los votantes griegos rechazaban la propuesta? Al menos Merkel conocía de antemano la apuesta de Papandreou. Pero el 31 de octubre era la primera vez que París tenía conocimiento de ello y Sarkozy montó en cólera. Los griegos estaban poniendo en duda todo el

paquete de estabilización y Francia sabía que ya no estaba segura. El 2 de noviembre, Papandreou fue conminado a dar explicaciones en la reunión del G20 en Cannes, que no era un foro al que Grecia normalmente estuviera invitada.[41]

En una rueda de prensa celebrada en Cannes, Sarkozy y Merkel expusieron la ley. Si había referéndum, solo constaría de una pregunta: ¿dentro o fuera de la zona euro? «Nuestros amigos griegos deben decidir si quieren seguir el viaje con nosotros [...] Los queremos en el euro, pero deben obedecer las normas.» De lo contrario, no recibirían «ni un céntimo» de los contribuyente franceses y alemanes. De hecho, la mayoría de la clase política griega y Barroso, como presidente de la comisión, consideraban que la propuesta de una campaña de un mes para el referéndum era demasiado arriesgada. El 3 y 4 de noviembre, en varias reuniones paralelas mantenidas en Cannes, Merkel y Sarkozy hablaron con la oposición griega y Evangelos Venizelos, el ambicioso ministro de Economía de Papandreou, para abortar la propuesta de referéndum y destituir al presidente. Papandreou fue sustituido por Lucas Papademos, un tecnócrata que aportaba seguridad. El nuevo primer ministro griego era un economista y banquero central formado en Estados Unidos, además de ex vicepresidente del BCE.[42]

Pero el verdadero objetivo de la reunión de Cannes, una vez que los griegos fueran puestos a raya, era la búsqueda de una solución para Italia. Si sobrevenía lo peor, Grecia podía marcharse, pero Italia debía ser estabilizada. En una medida preventiva para restablecer la confianza, el FMI había propuesto un programa de 80.000 millones de euros con unas cláusulas económicas tan severas que Berlusconi no tendría ningún margen de maniobra.[43] Este rechazó el papel que le había sido asignado. El único resultado público de Cannes fue un acuerdo por el que Roma aceptaba de forma voluntaria la supervisión del FMI por una cuestión de orgullo y autojustificación, pero no como la condición para un préstamo. De hecho, Berlusconi hizo saber que había rechazado una oferta monetaria del FMI. De ese modo, Italia recibió lo peor de ambos mundos: el estigma de haber sido candidata a un programa del FMI y la coacción de la supervisión sin acceso a nuevo dinero.

En aquel momento, aquel parecía ser el desalentador resultado de la conferencia de Cannes: la destitución del primer ministro griego, unas negociaciones estancadas, la ausencia de ayudas para Italia y otra metedura

de pata de Berlusconi. Tres años después trascendió que había ocurrido algo mucho más dramático. La propuesta de Lagarde para Italia era una atracción secundaria. La verdadera noticia era que París y Berlín estaban maniobrando para derrocar al primer ministro italiano. Como afirmaba Geithner en unas transcripciones de sus memorias: «Los europeos nos abordaron con prudencia y, antes de aquello [la reunión de Cannes], nos dijeron: "Básicamente, queremos que nos ayudéis a echar a Berlusconi". Querían que dijéramos que no respaldaríamos el dinero del FMI o cualquier otro incremento de las ayudas a Italia si Berlusconi era primer ministro. Fue interesante».[44] Geithner no pudo ocultar su aprobación a la idea básica: «Me pareció que Sarkozy y Merkel estaban haciendo lo correcto; aquello no iba a funcionar. La ciudadanía alemana no iba a apoyar un cortafuegos financiero más grande, más dinero para Europa, si Berlusconi presidía aquel país». Por desgracia, se publicó otra página con unas cándidas observaciones de Geithner. En sus memorias dice que informó al presidente de la «sorprendente invitación» europea, pero concluía: «No podíamos participar en un plan como ese. "No podemos mancharnos las manos con la sangre de Berlusconi", dijo Geithner al presidente».[45]

Pero, con independencia de si la Casa Blanca aceptaba la «sorprendente invitación» o no, Berlusconi tenía los días contados. Su gobierno estaba desintegrándose desde dentro. La Liga Norte se negó a cooperar en las reformas del sistema de pensiones que exigían el resto de Europa y el FMI. Tremonti, el ministro de Economía, estaba presionando a Berlusconi para que dimitiera.[46] A mediados de octubre, Angela Merkel ya había llamado directamente a Giorgio Napolitano, el presidente italiano, para que explorara alternativas.[47] Napolitano, un viejo *apparatchik* del PCI —y el eurocomunista favorito de Henry Kissinger— coincidía en que su deber era «verificar las condiciones de las fuerzas sociales y políticas» de Italia. El 12 de noviembre, mientras se derrumbaba su coalición, Berlusconi perdió una moción de confianza en el Parlamento y dimitió. Lo que al parecer exigía la «condición» de las «fuerzas sociales y políticas» de Italia era ser gobernada por un tecnócrata. El hombre que se recomendó a sí mismo para el puesto era el profesor Mario Monti.[48] Igual que el nuevo primer ministro griego, tenía experiencia como economista académico y conocía Estados Unidos. Como comisario europeo del mercado interno y más tarde de competencia entre 1995 y 2004, recibió el apodo de «El prusiano italiano». Tras abandonar la comisión, Monti fue asesor internacional de Coca-Cola y

Goldman Sachs y fundador del *think tank* Bruegel, el centro de estudios más influyente de Europa.[49] En 2011 fue apartado de su cargo como decano de la Universidad Bocconi para convertirse en primer ministro italiano. Para hacer posible esta elevación a jefe de gobierno, Monti, que no ostentaba ningún cargo electo, recibió de manos de Napolitano el puesto honorario de «senador vitalicio».

A mediados de noviembre, los gobiernos de dos miembros de la zona euro estaban liderados por hombres sin credenciales democráticas cuya principal cualificación era que indudablemente se amoldaban al mercado.[50] Los detractores ahondaron en la red de contactos que vinculaba a actores clave de la zona euro con Goldman Sachs y sus negocios en el mercado de bonos en Europa.[51] Desde luego, no era una coincidencia que Monti, Draghi y Otmar Issing, el asesor económico favorito de Merkel, hubieran trabajado para Goldman. Pero describirlo simplemente como una derrota de la democracia a manos de los mercados globales sería cuando menos engañoso. Muchos gobiernos han cedido ante las presiones del mercado. Pero Geithner tenía razón. La fuerza motriz en la eurozona en otoño de 2011 era política, no económica. Berlusconi debía marcharse porque, de lo contrario, no habría acuerdo con la «ciudadanía alemana», al menos representado por el gobierno de Merkel, para un mayor cortafuegos europeo. La aniquilación de las democracias griega e italiana en 2011 fue el resultado de una combinación tóxica de integración financiera masiva y la testaruda insistencia de Berlín por gobernar Europa a base de pactos bilaterales entre gobiernos. La falta de estructuras globales con las que compensar los efectos asimétricos de la crisis fomentó la conformidad con la visión que tenía Berlín de la rectitud financiera. Después de los cambios en Grecia e Italia, en la cancillería berlinesa no lamentaban la fuerza opresora de los mercados. Podía oírse a altos cargos diciendo: «Cambiamos regímenes mejor que los estadounidenses».[52]

Pero la lógica retorcida de la crisis estaba lejos de salir totalmente a la luz. Instalar a «prusianos» en la presidencia de dos de los países más endeudados de la zona euro sin duda hacía que Merkel y Schäuble se sintieran más cómodos. Pero, para los mercados, el carácter de los gobiernos nacionales en Italia y Grecia era una preocupación secundaria. Lo que estaban esperando los mercados y el resto del G20 era el siguiente paso: un avance decisivo hacia una mayor integración europea. Era necesaria una

decisión del EFSF, y eso no dependía de Grecia o Italia, sino de superar las objeciones alemanas a un fondo de estabilización más amplio.

Ningún miembro de la zona euro podía arriesgarse a un enfrentamiento directo con Berlín, y Merkel lo sabía. Por tanto, la delegación alemana en Cannes se llevó una desagradable sorpresa cuando, el 24 de noviembre a las 21.30, Sarkozy convocó a los jefes de gobierno para una conferencia sobre la cuestión italiana y no era el francés quien ocupaba la butaca, sino Obama. Como decía un miembro de la delegación alemana a *The Financial Times*: «Fue raro [...] Era una muestra de que Europa no era capaz de hacerlo; era un signo de debilidad».[53] Decir que fue una muestra de la fuerza y testarudez de Alemania se habría acercado más a la verdad. Sarkozy cedió la presidencia a Obama con la esperanza de que el peso e influencia de Estados Unidos bastaran para superar las objeciones políticas y legales de Alemania a la solución que la eurozona necesitaba desesperadamente. Obama dijo: «En Estados Unidos preferimos que el BCE actúe un poco como la Reserva Federal». En otras palabras, el BCE debía tranquilizar a los mercados comprando bonos. Si eso era vetado por el Bundesbank porque desdibujaba la línea entre política fiscal y económica, lo que necesitaba Europa era un enorme fondo de compra de bonos respaldado por el gobierno que superara 1 billón de euros y, a ser posible, 1,5 billones. Dadas las limitaciones del EFSF existente, estadounidenses y franceses propusieron una improvisación que implicaba complementar el fondo con derechos especiales de giro emitidos por el FMI y luego apalancar la cantidad total. Era una buena solución técnica, pero el subterfugio resultaba demasiado obvio. El Bundesbank no aceptaría un plan que transferiría un gran poder al EFSF por medio del FMI, unas entidades sobre las cuales no tenía influencia directa.[54] Ni siquiera la presión de Obama fue suficiente. Merkel dijo que si Italia aceptaba ser castigada por el FMI, volvería al Bundestag para obtener la autorización para aprobar un aumento del fondo de rescate de la zona euro. Pero no podía aceptar la solución del apalancamiento. Aunque los otros diecinueve miembros del G20 respaldados por todas las autoridades financieras del mundo insistieran en que era la mejor solución, si el Bundesbank se oponía, Merkel preferiría dejar caer los mercados.

En aquel momento, lo único que hizo el G20 fue registrar el resultado negativo de la reunión. Se corrió un tupido velo sobre los detalles de las conversaciones. Nadie tenía dudas sobre dónde estaba el obstáculo. Hasta

transcurridos varios años no se determinó gracias a reportajes de investigación lo cerca que había estado Merkel de desmoronarse físicamente por la presión que ejercieron sobre ella Obama y Sarkozy. Al borde de las lágrimas, dijo: «No es justo. Yo no puedo decidir en nombre del Bundesbank. *Ich will mich nicht selbst umbringen* [«No quiero suicidarme»]. No voy a correr semejante riesgo sin recibir nada a cambio de Italia».[55] Entre bastidores ya no se hablaba de globalización, democracia y mercados, las abstracciones que había tratado Merkel con el papa. Lo que definía los parámetros de una solución aceptable para la crisis del euro era la constitución de la República Federal, la autonomía de su banco central y los intereses políticos del centro-derecha alemán. Si a los estadounidenses les resultaba frustrante, protestaba Merkel, solo podían culparse a sí mismos. Fueron ellos quienes crearon el embrión del Bundesbank en 1948 como institución fundacional de Alemania Occidental. En noviembre de 2011, en Cannes, era como si todo el pacto transatlántico desde la segunda guerra mundial hubiera entrado en vigor.

Merkel no estaba fingiendo. Sabía lo corta que era la mayoría de su coalición. Si hubiera vuelto a Berlín con la propuesta franco-estadounidense, probablemente se habría enfrentado a un gran motín de la derecha y a la necesidad de elecciones anticipadas. Teniendo en cuenta los sondeos de opinión del momento, no era una opción atractiva para ella. Con el menguante apoyo de sus socios del FDP, unas elecciones a finales de 2011 podrían haber arrojado una mayoría verdirroja.[56] Ese no era el resultado que Sarkozy quería para la crisis del euro. Ante las presiones que estaba soportando, Francia no estaba de humor para riesgos. Los franceses y los estadounidenses se hicieron atrás.

V

El enfrentamiento que se vivió en Cannes en noviembre de 2011 fue un indicativo de lo graves que eran las tensiones en Europa. Sin embargo, la zona euro seguía empantanada en el bloqueo alemán y dividida por su rumbo futuro. En el BCE, que los miembros más radicales del Bundesbank habían abandonado a modo de protesta, la plaza alemana fue ocupada por Jörg Asmussen, un pragmático funcionario de tendencia mercantilista con inclinaciones socialdemócratas al más puro estilo Rubin-Summers-Orszag y uno de los artífices de la globalización económica alemana con la coalición

verdirroja a principios de la década de 2000. Al haber sido testigo del funcionamiento del BCE y el G20, comentó el cruel dilema al que se enfrentaba: «O haces lo correcto para Europa y te crucifican en Alemania o eres el héroe del *FAZ* [el periódico conservador *Frankfurter Allgemeine Zeitung*] y arruinas Europa».[57]

La tensión era palpable incluso en un actor financiero tan importante como el Deutsche Bank. Entre la comunidad bloguera de las finanzas circulaba un PowerPoint que mostraba al departamento anglófono del Deutsche en Londres preocupado porque la zona euro había llegado a un punto de inflexión peligroso del cual solo podrían salvarla unas medidas urgentes del BCE. Sin dicha intervención, Europa podía sumirse en un bucle desastroso de insolvencia y falta de liquidez privadas.[58] Como en Grecia, las deudas soberanas malas arrastrarían a los bancos. O, como en Irlanda, los bancos fallidos arrastrarían al crédito estatal. Solo el BCE podía romper ese bucle. Era el «ingrediente faltante» en todas las iniciativas europeas de gestión de la crisis hasta la fecha. Mientras tanto, desde la oficina central del Deutsche Bank en Fráncfort, *Der Spiegel* citaba a su consejero delegado Josef Ackermann siguiendo la línea del Bundesbank.[59] «Si empezamos a convertir al BCE en un banco que desempeñe tareas completamente distintas al mantenimiento de la estabilidad de los precios —opinaba el jefe del Deustche—, perderemos la confianza de la gente.» En esto discrepaba con sus propios analistas y los de los grandes bancos del mundo anglosajón, pero en Alemania, la línea de pensamiento dominante era la de Ackermann. El economista jefe de Allianz, el gigante de los seguros, desaconsejaba «rotundamente las compras ilimitadas de bonos gubernamentales». Si un país era incapaz de solventar sus finanzas, afirmaba, debía «dejar hablar a los mercados». Jörg Krämer, economista jefe de Commerzbank, advertía: «Si el virus de la desconfianza llega al BCE, habrá consecuencias graves». Las compras de bonos por parte del BCE transferían permanentemente riqueza del norte al sur de Europa «sin una legitimización democrática y sin que se resolvieran los problemas de la deuda». Por su parte, Alemania ya no era inmune al virus de la inseguridad. El 23 de noviembre de 2011, el Bund sufrió una subasta de bonos que fue descrita por los observadores del mercado como un «desastre total y absoluto», ya que solo 3.644 millones de los 6.000 millones en bonos alemanes a diez años encontraron compradores.[60]

Sin duda, la zona euro necesitaba orientación, y esta solo podía llegar desde Berlín. Radek Sikorski, ministro de Asuntos Exteriores polaco y ex periodista formado en Oxford, expuso el argumento con histórica rotundidad. El 28 de noviembre de 2011, tras elegir como plataforma el Consejo Alemán de Relaciones Exteriores en Berlín, Sikorski exigió «que Alemania, es decir, Merkel, diera un paso al frente y liderara. Si lo hacía, Polonia estaría a su lado».[61] A su juicio, la mayor amenaza para la seguridad y la prosperidad de Polonia en aquel momento no eran «el terrorismo, los talibanes ni, desde luego, los tanques alemanes. Ni siquiera los misiles rusos» que Moscú amenazaba con desplegar en la frontera oriental de la UE. Para Sikorski, el escenario más espantoso era un desmoronamiento de la zona euro, que sin duda arrastraría a los Estados más débiles de la periferia. Y añadía: «Exijo a Alemania que, por ella misma y por nosotros, la ayude a sobrevivir y prosperar. Sabéis que nadie más puede hacerlo. Probablemente yo sea el primer ministro de Asuntos Exteriores polaco que dice algo así, pero allá va: temo menos al poder alemán de lo que empiezo a temer su inactividad. Os habéis convertido en una nación indispensable para Europa. Tenéis que tomar la delantera».

La primera semana de diciembre de 2011, un mes después de Cannes, circulaban por Bruselas dos visiones del futuro de Europa.[62] Lo que suscribían Merkel y Sarkozy era una versión actualizada de la agenda acordada por primera vez en Deauville en 2010: una disciplina fiscal incluida en la ley nacional y los pactos internacionales. Para Francia, ello ofrecía la seguridad de la asociación con Alemania. Merkel, por su parte, necesitaba a Sarkozy para responder a las alegaciones de unilateralismo alemán. Pero a la luz del recrudecimiento de la crisis en 2011 solo podía parecer una agenda mínima y esencialmente negativa. En su carta conjunta al Consejo Europeo de principios de diciembre, Merkel y Sarkozy no se comprometían con la recapitalización bancaria y no mencionaban la crisis latente en el mercado de bonos soberanos. En la interpretación más optimista, el convenio fiscal de ambos era la condición política fundamental para que Alemania diera otros pasos. Pero en Bruselas estaban presionando para que se dieran esos pasos. El 7 de diciembre, Van Rompuy, el presidente del Consejo Europeo, publicó su «informe parcial». Aunque el Consejo Europeo supuestamente debía ser el guardián de la visión intergubernamental mínima del tratado de Lisboa, ante las presiones de la crisis Van Rompuy hizo un llamamiento a acciones osadas. Propuso un gran

incremento del poder financiero del EFSF/MEDE. En casos extremos, debía poderse recapitalizar a los bancos europeos en apuros, rompiendo así el bucle desastroso. Y, para respaldarlo en «una perspectiva más a largo plazo», Van Rompuy conminó a la UE a hacer frente a la necesidad de una mutualización de la deuda. Limitada por criterios estrictos y toda la supervisión europea que fuera necesaria, tendría que darse una puesta en común de crédito europeo para proteger a los miembros más débiles del valor crediticio de los prestatarios más fuertes y eliminar así el elemento del pánico del mercado que estaba haciendo insostenible la situación de Italia. Lo que pedía el G20 era una versión de esos pasos. Era lo que defendían las voces progresistas de Europa. De hecho, la idea de los eurobonos estaba atrayendo el tímido respaldo de la oposición alemana, el SPD. Pero, para Merkel, y en particular para el FDP, su socio de coalición, era execrable. Para agudizar la indignación alemana, mientras que el pacto fiscal de Sarkozy y Merkel debía ser instituido mediante una enmienda solemne de los tratados de la UE, Van Rompuy proponía que sus medidas, que tenían un alcance mucho mayor, fuesen aprobadas por legislación secundaria y acuerdo limitado entre los miembros de la Unión Monetaria. Para Berlín estaba claro: Bruselas estaba obrando sus «trucos» habituales.

En este momento crítico entró en juego otra fuerza que agravó el punto muerto. Además de Polonia, el otro gran miembro de la UE que no formaba parte de la zona euro era el Reino Unido. Londres había observado el desarrollo de la crisis de la eurozona con una mezcla de *Schadenfreude* y frustración.[63] Siempre que podía, el primer ministro Cameron sermoneaba a los miembros de la zona euro sobre la necesidad de una mayor integración a la vez que eximía a Londres de cualquier compromiso. Por el bien de Europa, de Gran Bretaña y de la economía mundial en general, Londres exigía que la eurozona avanzara hacia la plena unión económica. Para Cameron, que luchaba por contener el auge del euroescepticismo en el partido *tory*, la crisis europea era una oportunidad para regatear. Explotando las divisiones de la zona euro, creía que podría obtener exclusiones voluntarias para la City de Londres, especialmente ante las exigencias de un impuesto a las transacciones financieras. Pero esas concesiones se toparon con la violenta oposición de Sarkozy, y Merkel necesitaba mucho más a Francia que al Reino Unido. Cuando se dio cuenta de que estaba aislado, Cameron anunció que no solo vetaría un acuerdo colectivo entre los veintisiete miembros de la UE.[64] También ejercería su derecho a bloquear

cualquier paso hacia una mayor integración de los miembros de la Unión Monetaria dentro del marco de la UE.

Para la relación de Gran Bretaña con la UE fue una despedida. Estaba claro, al menos para los conservadores británicos, que pronto habría que decidir si seguían adelante como miembros cooperadores de la Unión. Para la eurozona que surgió de los enfrentamientos de diciembre de 2011, era el mínimo común denominador de las dos opciones que le brindaban. Alemania consiguió su pacto fiscal, aunque no como el cambio de tratado que quería Merkel, sino en el formato legal mínimo de un acuerdo intergubernamental fuera del contexto del tratado de Lisboa.[65] Las condiciones del pacto fiscal eran draconianas. En el futuro, los presupuestos de Europa debían estar equilibrados o presentar superávit. Por enmienda constitucional o su equivalente, los déficits deberían estar limitados al 0,5 % del PIB. El Tribunal de Justicia de la Unión Europea supervisaría la transposición de esas normas en el ámbito nacional. Los Estados cuyo déficit superara el 3 % del PIB serían sometidos a sanciones automáticas a menos que se opusiera una mayoría cualificada. Los países con un nivel de deuda que sobrepasara el 60 % del PIB tendrían que embarcarse en una reducción de la deuda. Era la visión del freno de deuda alemán trasladada al nivel europeo. En el tema más general de completar la arquitectura del euro, Merkel no hizo ni una sola concesión. No habría responsabilidad compartida por los préstamos europeos, ni eurobonos, ni recapitalización de los bancos ni incremento de la envergadura del EFSF/MEDE. La única concesión de Berlín fue que, en julio de 2012, el EFSF improvisado sería sustituido por un Mecanismo Europeo de Estabilidad con poder para intervenir en los mercados de bonos secundarios y la idoneidad del cortafuegos de la UE podría ser reevaluada en marzo de 2012. Berlín también aceptó enterrar los fantasmas de Deauville limitando cualquier participación del sector privado a los criterios estipulados por el FMI. Pese a la intensidad de la crisis italiana y el drama de Cannes, Alemania seguía marcando el ritmo.

Con las soluciones tan mínimas y esencialmente negativas del intergubernamentalismo, ¿el BCE, la única agencia federal poderosa de toda la zona euro, estaría a la altura de las circunstancias? Todas las miradas estaban puestas en Mario Draghi, que había ocupado la presidencia del BCE el 1 de noviembre de 2011. En los años noventa, durante su paso por la Agencia Tributaria en Roma, había sido un miembro crucial del equipo

que introdujo a Italia en el euro. Desde 2006 había estado en el candelero como gobernador del Banco de Italia. Antes había sido vicepresidente de Goldman Sachs tras su paso por el Banco Mundial. En los años setenta había obtenido un doctorado en Economía en el MIT, la cuna de la macroeconomía estadounidense, al mismo tiempo que Ben Bernanke y Lucas Papademos, que ahora era primer ministro griego. En el MIT, Mervyn King, del Banco de Inglaterra, y Bernanke habían compartido despacho. Entre todos, la fraternidad de los bancos centrales al menos tenía una respuesta inmediata a los problemas del sistema financiero europeo. Los bancos sufrían una presión enorme por la retirada de la financiación global y la escasez de financiación en dólares era especialmente aguda. Todo recordaba horriblemente a 2008. Para mitigar las presiones de financiación ocasionadas por la retirada de los fondos del mercado monetario estadounidense, el Banco de Francia, entre otros, había recurrido a medidas de emergencia para que las entidades francesas dispusieran de dólares.[66] El 30 de noviembre, todos los grandes bancos centrales del mundo —la Reserva Federal, el BCE, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco Nacional Suizo y el Banco de Canadá— reabrieron las líneas de canje instituidas en 2008 y bajaron los tipos de interés. El alcance global del acuerdo fue un «teatro»; los bancos japoneses y canadienses no sufrían presión alguna. Una vez más, era la eurozona la que necesitaba dólares.[67]

En verano de 2012, Mario Draghi se erigiría en «salvador del euro». Más tarde sería acusado de inflacionista italiano por la derecha alemana y jaleado por el mundo anglosajón por ser un banquero central competente. Pero lo que ignora esta versión es que la capacidad de Draghi para alterar la conversación en el verano de 2012 tenía una condición previa esencial: el respaldo de Berlín. Normalmente, la fortaleza de la relación de Draghi con Merkel se achaca a la sutileza del primero como político.[68] Pero ello obvia el hecho de que, si bien los alemanes de línea dura se oponían a cualquier activismo del banco central de Europa, para Merkel el BCE había sido una herramienta útil desde el principio. Lo había hecho con discreción, pero en varias ocasiones se había distanciado del Bundesbank, reconociendo que la intervención del BCE era el complemento necesario para el proceso que durante una década había transferido la visión «reformista» de Alemania al resto de Europa. Pese a las protestas de la derecha alemana, Merkel sabía que podía contar con los banqueros centrales de Europa. No tenía nada que

temer de un conservador fiscal y monetario como Trichet. Draghi era un buen socio precisamente porque daba todos los indicios de coincidir con la visión de Alemania sobre cómo revisar el estado del bienestar europeo.[69] De hecho, era un elemento tan importante de la identidad de Draghi como economista formado en EE. UU. y alumno de Goldman Sachs como su visión expansiva de la política de los bancos centrales.

Tal como recordaba Draghi a los lectores de *The Financial Times* poco después de ocupar su cargo en el BCE, era un veterano de las duras medidas de estabilización de Italia en los años noventa.[70] En agosto de 2011, Draghi rubricó el ultimátum de Trichet a Berlusconi, donde exigía cambios en los servicios públicos y los mercados laborales de Italia. Draghi compartía con su predecesor la frustración por las evasivas de Roma y la inacción del resto de los gobiernos de Europa. El 1 de diciembre de 2011, Draghi marcó el comienzo de su presidencia en el BCE personándose en el Parlamento Europeo para respaldar el plan de disciplina fiscal de Merkel y Sarkozy.[71] Y su simpatía por las exigencias de «reformas» alemanas no era fingida. Como dijo a *The Wall Street Journal* en febrero de 2012, el modelo social europeo que priorizaba la seguridad laboral y el bienestar social ya había desaparecido. Al fin y al cabo, ¿qué significaban los discursos sobre un modelo social cuando un 50 % de los jóvenes españoles estaban en paro?[72] Los mercados laborales europeos tendrían que ser reinventados, probablemente inspirándose en la agenda Hartz IV alemana. En los años setenta, cuando era estudiante de posgrado en el MIT, Draghi recordaba que sus profesores se maravillaban ante la disposición europea a «pagar a todo el mundo por no trabajar. Eso se acabó». Para el nuevo director del BCE no había una «solución intermedia factible» entre la reforma del mercado laboral y la austeridad fiscal. «Retractarse sobre los objetivos fiscales provocaría una reacción inmediata del mercado», y Draghi dejó claro que no tenía intención de suavizar esa disciplina. En diciembre de 2011, durante una conversación con *The Financial Times*, se negó a comentar la posibilidad de que el BCE respaldara el EFSF como avalista último del cortafuegos de la UE. Tampoco consintió en hablar de una expansión cuantitativa para Europa. Empezó su mandato insistiendo en que el programa de compra de bonos de Trichet, el programa del mercado de valores, no era «eterno ni infinito».[73] De hecho, teniendo en cuenta la reputación posterior de Draghi, merece la pena repetir que, en 2012, su primer año en el cargo, cesó la compra de bonos por parte del BCE. Su

prioridad era restablecer un «sistema en el que los ciudadanos vuelvan a confiar los unos en los otros y en el que los gobiernos sean dignos de confianza en materia de disciplina fiscal y reformas estructurales».

Lo que Draghi quería hacer inmediatamente era apoyar a los bancos.[74] Las líneas de canje eran un mecanismo. Otro era revivir el famoso sistema de financiación bancaria barata del BCE. Ante el temor que reinaba en los mercados de crédito, en 2009 y 2010 los bancos europeos se habían visto obligados a recurrir a fuentes de financiación cada vez más a corto plazo que ahora había que renovar. Si no podía encontrar nueva financiación, la zona euro se exponía a una gran contracción del crédito.[75] Ya en octubre de 2011, el BCE había anunciado que ofrecería liquidez al sistema bancario europeo mediante la operación de refinanciación a largo plazo (o LTRO, por sus siglas en inglés), unos préstamos a largo plazo con unos tipos de interés muy favorables.[76] Draghi abrió el grifo ofreciendo financiación a tipos favorables en un plazo sin precedentes de tres años y aceptando unas calificaciones de riesgo muy inferiores.[77] El 21 de diciembre de 2011, 523 bancos recibieron financiación por valor de 489.000 millones de euros. En febrero, 800 recibieron otros 500.000 millones. Del primer tramo de la LTRO, un 65 % fue para los bancos de la periferia: Italia, España, Irlanda y Grecia.

Aunque Draghi se apresuró a explicar que obviamente no equivalía a «un incremento de la compra de bonos por parte del BCE», a su debido tiempo el billón de euros en préstamos de la LTRO se reinvertiría en las compras de deuda soberana por parte de los bancos.[78] Esto aumentó la demanda de los mercados de bonos y redujo los rendimientos. Fue un apoyo para el mercado de deuda soberana. Permitió a los bancos obtener unos beneficios fáciles en el diferencial entre el 1 % que cobraba el BCE y el 5 % que se ofrecía a quienes quisieran hacerse con bonos del Gobierno italiano.[79] Pero, igual que en 2009, tenía un precio. En lugar de permitir a los frágiles bancos europeos que se deshicieran de activos dudosos a cambio de dinero seguro, como hizo la expansión cuantitativa en Estados Unidos, el programa del BCE incrementó sus posesiones de deuda gubernamental periférica.[80] Los bancos españoles e italianos fueron especialmente proactivos. Por tanto, los bancos y la calificación crediticia estaban cada vez más unidos. Y ninguna de las dos partes estaba a salvo. El 14 de enero, S&P efectuó un análisis de las calificaciones crediticias europeas y rebajó a cuatro. Francia y Austria perdieron su preciada

calificación AAA. Portugal quedó reducido a «basura». En la zona euro, solo Alemania, Holanda, Finlandia y Luxemburgo conservaron su codiciada AAA. Incluso el fondo de rescate de la zona euro, el EFSF/MEDE, se exponía a una rebaja. Los europeos protestaron, igual que hizo Washington cuando S&P rebajó su calificación, pero esta vez la agencia se mostró firme en su criterio. Meses de negociaciones no habían «producido un avance de suficiente envergadura» como para ser optimista con el futuro del euro.[81] Pese al Sturm und Drang de otoño de 2011, el *impasse* político no se había roto. El control del calendario lo era todo y Berlín marcaba el ritmo. En el marco del G20, Merkel opinaba el 5 de noviembre frente al Palais des Festivals de Cannes: «La crisis de deuda no se resolverá de una tacada y es seguro que tardaremos una década en llegar a una posición mejor».[82] Fueron declaraciones reveladoras en cuanto al horizonte temporal de Alemania, pero la cuestión era si el resto de Europa tendría tanto tiempo.

Capítulo 18
«WHATEVER IT TAKES»

En la primera mitad de 2012, la presidencia rotativa del G20 recayó en México. El viernes 20 de enero de 2012, una semana después de que S&P rebajara la calificación de bonos soberanos de la zona euro, ministros de Economía de todo el mundo se dieron cita en Ciudad de México. En su agenda figuraba una sorprendente petición. Los miembros del G20 pertenecientes a la zona euro hacían un llamamiento al resto del mundo a aportar entre 300.000 y 400.000 millones de euros en financiación adicional para permitir que el FMI respaldara la lucha contra la crisis, no en un mercado emergente o en uno de los países menos desarrollados del África subsahariana, sino en Europa. Los miembros no europeos del G20, liderados por Estados Unidos, China y Brasil, meditaron la petición y la rechazaron. Como comentaba el viceministro de Economía mexicano a la prensa: «Existe un reconocimiento a las medidas que ha adoptado Europa, pero está claro que hay que hacer más».[1]

En plena vorágine de acontecimientos internacionales, el incidente apenas mereció un titular. Pero la ubicación de la reunión, la naturaleza de la petición y la respuesta del resto del G20 constituyen un desenlace histórico extraordinario. También era un indicativo del precario estado en el que se encontraba la eurozona a raíz de las extenuantes batallas de 2011. El G20 y S&P coincidían: los europeos no habían hecho suficiente. No habían atacado de frente las inestabilidades básicas en relación con el mercado de bonos soberanos y la recapitalización bancaria, que habían arrastrado al FMI a la intervención en Europa en 2010. Finalmente habían reconocido la insolvencia de Grecia y estaban a punto de reiniciar una reestructuración de la deuda. Esto era esencial, pero rebajar la valoración a los acreedores griegos solo sirvió para aumentar la presión a la que se hallaban sometidos los mercados de bonos. En términos políticos, Europa había satisfecho la insistencia alemana en la austeridad, que, según prometía Berlín, abriría la puerta a otros pasos hacia la integración. Pero el mes de diciembre de 2011 desveló lo reacia que era Berlín a dar ese siguiente paso. Entre tanto, el

consenso al que se había llegado en relación con las políticas de austeridad en 2010 empezaba a desmoronarse.

El pacto fiscal europeo de diciembre de 2011 fue impuesto por la fuerza de la cooperación franco-alemana. Pero Sarkozy aspiraba a la reelección en mayo de 2012 y sus máximos rivales a la presidencia, los socialistas, estaban haciendo campaña contra el acuerdo, lo cual era predecible. No lo era tanto el hecho de que el FMI hiciera un llamamiento a replantearse la situación. El título de su informe para los ministros de Economía y los gobernadores de bancos centrales que se reunirían en Ciudad de México el 25 y 26 de febrero de 2012 era rotundo. El «riesgo generalizado» para la economía mundial era el de una «paradoja del ahorro» global intensificada. Si familias, empresas y gobiernos de todo el mundo intentaban recortar su déficit a la vez, existía un grave riesgo de recesión global. «Este riesgo se ve exacerbado —apostillaba el FMI—, por unos sistemas financieros frágiles, unos déficit y una deuda públicos altos y unos tipos de interés bajos, lo cual convierte al entorno actual en terreno fértil para múltiples equilibrios, perpetuando resultados que obedecen al pesimismo o al optimismo, especialmente en la zona euro.»[2] El lugar en el que las paradojas del ahorro resultaban más visibles era Grecia.

I

En la prolongada batalla para llegar a un acuerdo sobre la deuda de Grecia en octubre de 2011, todo el debate había girado en torno al presupuesto del país y las concesiones que deberían hacer sus acreedores. La rebaja del 50% se había impuesto con la esperanza de que Grecia llegara a un nivel de deuda del 120% del PIB. A partir de ahí, según el proceso de ajuste fiscal obligatorio especificado en el acuerdo entre Sarkozy y Merkel, sería posible que la deuda griega se redujera a una ratio del 60% del PIB, el objetivo especificado originalmente en el tratado de Maastricht. La aritmética fiscal era satisfactoria, pero ignoraba los círculos viciosos subrayados por el FMI. El problema para conseguir la sostenibilidad de la deuda eran la caída del PIB griego y su elevado nivel de deuda. Cuando se produjeron las conversaciones en México a principios de 2012, estaba claro que el acuerdo forjado tres meses antes ya no era viable, no porque el Gobierno griego o sus acreedores renegaran de él, sino porque la economía de Grecia estaba contrayéndose con demasiada rapidez.[3]

En aquel momento, muchos gobiernos europeos habían dicho basta. No podían pedir a sus Parlamentos que se plantearan otro rescate griego. Había llegado el momento de considerar opciones más radicales. En lugar de intentar gestionar una reestructuración negociada, tal vez sería mejor dejar a Grecia a su suerte. Un impago total podía precipitar su salida de la zona euro. Pero, al menos, Grecia quedaría libre de deudas. Y si se impedían nuevos préstamos, Atenas se vería obligada a adoptar la disciplina fiscal por una cuestión de pura supervivencia. Fue a principios de 2012 cuando empezó la planificación de alto secreto ante la posibilidad de un *grexit*.[4] Las labores para el denominado Plan Z proseguirían hasta agosto de 2012, cuando finalmente fue abortado por Berlín. Esto último ocurrió porque el resultado de los ejercicios de planificación era siempre el mismo. Probablemente sería ruinoso para Grecia, y las ramificaciones del *grexit* para el resto de Europa eran del todo impredecibles. Y lo eran porque Europa todavía no había creado un escudo adecuado para proteger del desastre de una bancarrota griega a los otros miembros frágiles. Los europeos estaban apelando al G20 para que apoyara una financiación ampliada del FMI para reforzar y acrecentar esa red de seguridad inadecuada. Pero la respuesta del G20 fue clara. El resto del mundo consideraría el *grexit* un fracaso no solo de Grecia, sino de los estados europeos más grandes que aspiraban a un estatus global como miembros del G20. El 19 de febrero de 2012, Japón y China, en una inusual muestra de unidad, declararon que estaban dispuestos a respaldar la petición de una mayor financiación por parte del FMI, pero solo si los europeos daban luz verde al mecanismo de estabilidad al que se aferraba el Bundestag.[5] Los europeos primero debían ayudarse entre ellos.

La ampliación del MEDE llegaría a finales de marzo.[6] Berlín bloqueó cualquier medida drástica. Pero, al contar con el dinero ya desembolsado a Grecia, lo cual permitía al EFSF seguir adelante y aumentar su límite de préstamo total, así como el del MEDE, a 700.000 millones de euros, Europa podía afirmar que estaba movilizando un cortafuegos de 800.000 millones de euros, o «más de 1 billón de dólares estadounidenses». Fue una artimaña que permitió a la directiva del FMI refrendar un apoyo continuado a las iniciativas de estabilización europea. Pero lo que no quería hacer nadie en Europa a principios de 2012 era renegociar el acuerdo sobre Grecia de octubre de 2011.[7] Los gobiernos habían cedido 130.000 millones de euros y ese era el límite. Si Grecia se alejaba aún más de la sostenibilidad, estaba en

manos de su gobierno el conseguir más ahorros y en manos de los acreedores el hacer más concesiones. En febrero empezó una nueva ronda de negociaciones con el IIF, tras las cuales se acordó un incremento del recorte de valoración del 50 al 53,5 %. La deuda griega restante se intercambiaría por pagarés a dos años respaldados por el EFSF y por bonos a largo plazo con unos bajos tipos de interés. Para que este moderno avance en el programa de octubre ofreciera alguna esperanza de sostenibilidad fiscal sería necesaria una disciplina extrema por parte de Atenas y ello planteaba el siguiente interrogante. Después de derrocar a Papandreou como primer ministro en un golpe entre bastidores después de abortar su propuesta de referéndum, la troika se había diseñado a medida un gobierno cooperador en Atenas. Pero, de igual modo, Papademos, el banquero central reconvertido en primer ministro, carecía de legitimidad. Había unas elecciones programadas para abril de 2012 y, sin lugar a dudas, perdería. Nueva Democracia, el principal partido de la oposición, había sido testigo del inicio de la crisis y desde 2010 se había negado sistemáticamente a respaldar al gobierno de Papandreou. Ello ponía en cuestión cualquier nuevo acuerdo con Atenas. ¿Cómo podía arrancarse un compromiso firme a los griegos? Con su habitual franqueza, Wolfgang Schäuble, el ministro de Economía alemán, propuso que tal vez sería mejor que los griegos no celebraran elecciones.[8] Suspender la democracia griega permitiría aprobar las medidas clave antes de que los votantes tuvieran la posibilidad de expresar su voluntad. Pero dicha propuesta causó indignación en Atenas. Por tanto, lo que consiguió la troika fue una promesa de Antonis Samaras, el hasta ahora esquivo líder de Nueva Democracia, según el cual, si ocupaba la presidencia acataría cualquier pacto negociado por sus antecesores. Ocurriera lo que ocurriese en los comicios, el programa fiscal tendría prioridad. Basándose en eso, Grecia y sus acreedores iniciaron la última ronda de su táctica de prolongar y fingir.

Describir la reestructuración de deuda que tuvo lugar en 2012 utilizando esos términos —como si no fuera más que una continuación de las medidas improvisadas que habían caracterizado a la crisis de deuda griega desde el principio— puede antojarse excesivamente despectivo. La reestructuración impuesta a los acreedores de Grecia entre febrero y abril de 2012 fue la más amplia y severa de la historia, más grande en términos ajustados a la inflación que el impago revolucionario de Rusia o el de Alemania en los años treinta.[9] El 26 de abril de 2012, 199.200 millones de euros en bonos

del Gobierno griego fueron convertidos a cambio de 29.700 millones en pagarés a corto plazo del EFSF y 62.400 millones de euros en nuevos bonos a largo plazo a unos tipos favorables. En total, los acreedores privados de Grecia habían aceptado una quita de 107.000 millones de euros. Al permitir un pago muy posterior de los nuevos bonos a largo plazo, el valor neto actual de las reclamaciones a Grecia se redujo en un 65 %. En diciembre de 2012, las reclamaciones de los acreedores privados se redujeron de nuevo gracias a una recompra de los bonos a largo plazo emitidos recientemente.

Deuda pública griega antes y después de la reestructuración de 2012

	Diciembre 2009	Febrero 2012 bn euros	Diciembre 2012	Febrero 2012 % de deuda	Diciembre 2012
Bonos propiedad de acreedores privados		205,6	35,1	58,7	12,2
Letras del tesoro propiedad de acreedores privados		15	23,9	4,3	8,3
UE/EFSF		52,9	161,1	15,1	56,0
BCE/Bancos centrales nacionales		56,7	45,3	16,2	15,8
FMI		20,1	22,1	5,7	7,7
Deuda total	**301**	**350,3**	**287,5**	**100,0**	**100,0**

Fuente: Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch y Mitu Gulati, «The Greek Debt Restructuring: An Autopsy», *Economic Policy*, 28, n.º 75 (2013): pp. 513-563.

El problema era que los fondos para endulzar el acuerdo e inducir a los acreedores a aceptar la quita «voluntaria» no salieron de la nada, como tampoco lo hizo el dinero para pagar la recapitalización de los bancos griegos después de la reestructuración o la recompra de diciembre de 2012. Todo ello se financió con nuevos préstamos de la troika. Además, los 56.000 millones de euros en bonos griegos de los que era titular el BCE que quedaban exentos de la reestructuración de 2012. Por tanto, la reducción total de la deuda griega era muy inferior a la anunciada. A consecuencia de la reestructuración de 2012, la deuda pública griega se vio reducida de 350.000 millones a 285.000 millones de euros, una bajada del 19%. La transformación verdaderamente espectacular no fue la cantidad de deuda, sino a quién se le debía: en ese momento, un 80 % era propiedad de

acreedores públicos: el EFSF, el BCE o el FMI. En la práctica, Grecia cambió una reducción de sus obligaciones con los acreedores privados que ascendía a 161.600 millones de euros por un incremento de sus obligaciones con los acreedores públicos de 98.800 millones de euros.

Esta sustitución fue la única constante en la siempre cambiante política de la deuda griega: las demandas públicas sustituyeron a las deudas privadas. Y esto se puso de manifiesto de manera aún más clara si no miramos la acumulación de deudas sino los flujos de fondos.[10] De los 226.700 millones de euros que había de recibir Grecia de fuentes europeas y el FMI entre mayo de 2010 y el verano de 2014, la gran mayoría volvió a salir de Grecia en concepto de servicio y amortización de la deuda. Los acreedores de Grecia y otros países recibieron 81.300 millones de euros en amortización de capital. Los acreedores que tuvieron la suerte de ser poseedores de deuda madura antes de la fecha de la reestructuración recibieron el pago completo. Era precisamente la arbitrariedad de este hecho la que en circunstancias normales llevaba al FMI a oponerse a préstamos de emergencia a deudores insolventes. Con Grecia habían hecho una excepción por cuestiones «sistémicas». Además de eso, se utilizaron 40.600 millones de euros para realizar pagos de intereses periódicos, de nuevo a acreedores de Grecia y el resto del mundo. Para endulzar el intercambio de deuda de 2012, se emplearon 34.600 millones de euros para ofrecer incentivos a quienes se habían aferrado a sus bonos. Recapitalizar los bancos griegos, cuyos balances quedaron destruidos por la reestructuración, requirió 48.200 millones de euros. Eso significaba que, en total, de los 226.700 millones de euros en préstamos de ayuda recibidos por Grecia, solo un 11 % se destinaron a cubrir las necesidades del déficit gubernamental y directamente en beneficio del contribuyente griego.

El mercado de bonos ya no era el árbitro principal del destino financiero de Grecia. Pero fue reemplazado por el peso de la troika, el FMI, la UE, el BCE y los gobiernos nacionales de Europa. Ahora, Atenas tendría que negociar con ellos su futuro económico. Ello tenía dos vertientes.[11] Por un lado, como prestamistas no pertenecientes al mercado, el Fondo Griego de Préstamos y el EFSF podían decidir las condiciones por decreto político. En 2010, las condiciones habían sido punitivas. En la primavera de 2012, el EFSF ofrecía a Atenas préstamos a largo plazo con unas condiciones favorables. Aunque la cifra de deuda seguía siendo desorbitada, los costes anuales de servicio eran más modestos. Por otro lado, sin el «cojín

privado», las políticas de la deuda griega eran estrictas. Las concesiones a Grecia llegaron directamente a expensas de la troika y eso significaba, por encima de todo, los contribuyentes del resto de Europa. Las negociaciones serían duras y claramente políticas. Y era imposible evitarlas. La reestructuración de 2012 no había respondido la cuestión de la solvencia griega. Por tanto, el tema de la reestructuración volvería a la palestra.

En 2009, cuando empezó la crisis, la deuda pública de Grecia rondaba los 299.000 millones de euros.[12] A consecuencia de la crisis había ascendido a 350.000 millones. El acuerdo de 2012 la redujo a 285.000 millones de euros. Pero, entre tanto, de resultas de la recesión, de la crisis de la zona euro y de las políticas que exigían los acreedores, la economía griega se había hundido. Mientras que en 2009 el PIB de Grecia se cifraba en unos 240.000 millones de euros, durante 2012 cayó a 191.100.[13] Si en 2009 las deudas de Grecia eran insostenibles, en 2012, aun teniendo en cuenta las concesiones hechas por los acreedores oficiales, seguían siéndolo. Durante el proceso, la sociedad griega había quedado irreconocible.

En 2008, el desempleo en Grecia era del 8 %. Cuatro años después se acercaba inexorablemente al 25 %. La mitad de los jóvenes griegos no tenían trabajo. En una nación de diez millones de habitantes, 250.000 personas se alimentaban a diario en bancos de alimentos gestionados por la Iglesia y en comedores sociales. Mientras tanto, el Parlamento griego se había convertido en una fábrica de decretos impuestos por la troika. En los dieciocho meses posteriores al rescate de mayo de 2010, el Parlamento de Atenas había aprobado 248 leyes, una cada tres días. En 2012 no solo se habían levantado en armas los sindicalistas y la izquierda. Jueces, altos mandos militares y funcionarios estaban oponiendo resistencia a la subordinación del Estado griego. Y había otras maneras de expresar insatisfacción y desconfianza. En la primavera de 2012, la retirada de fondos de los bancos griegos se había acelerado de manera alarmante. A medida que se acercaban las elecciones, ahora previstas para mayo de 2012, el sistema del euro estaba inyectando miles de millones en Grecia para preservar una pátina de normalidad. En total, se concedieron 28.500 millones para disfrazar la magnitud de la crisis bancaria.[14]

El 6 de mayo la población pudo expresar al fin su opinión. El resultado fue una espectacular muestra de lo profunda que era la desilusión.[15] El PASOK, el partido que desde los años setenta se había identificado más que

ningún otro con la transformación democrática de Grecia y que tuvo la mala suerte de gobernar en el peor momento de la crisis, vio cómo su porcentaje de voto pasaba del 43,9 % al 13,2 %. Syriza, el nuevo movimiento de izquierdas, junto con los comunistas del KKE, consiguió casi el doble de votos que el PASOK. A la derecha, Nueva Democracia cayó del 34 % al 18 %, mientras que los fascistas de Amanecer Dorado cosecharon un 7 %. Ni siquiera podía formarse gobierno con los cincuenta escaños extra concedidos a Nueva Democracia como partido mayoritario. Se convocaron nuevas elecciones para el 17 de junio. Entre tanto, Grecia estaba en el limbo. No había mandato para un gobierno que estuviera dispuesto a aceptar la responsabilidad de las medidas que, según el Eurogrupo, eran esenciales para seguir en la zona euro. Como dejaron claro Schäuble y numerosos políticos europeos, la votación griega de junio sería un referéndum sobre su pertenencia al euro.[16]

II

Los griegos no fueron los únicos votantes que el 6 de mayo de 2012 dieron su veredicto sobre la trayectoria de Europa. Ese mismo día, en la segunda ronda de las elecciones presidenciales francesa, los votantes rechazaron a Sarkozy y se decantaron por el socialista François Hollande.[17] La promesa de Sarkozy de alinear a Francia con Alemania no era lo que querían los votantes. Hollande había hecho campaña en una plataforma antiprivilegios y antibancos, proponiendo impuestos para los que más ganaban y para las transacciones financieras.[18] Prometió que renegociaría el acuerdo fiscal de Merkozy de diciembre de 2011. La clave para unas finanzas sólidas, a juicio del nuevo Gobierno francés, no era la austeridad, sino el crecimiento. Lo más importante era que Hollande no solo se había hecho con la presidencia francesa, sino que los socialistas ganaron también las elecciones a la Asamblea Nacional celebradas en junio.[19] Al parecer, había una gran mayoría en Francia que no apoyaba la conformidad con la visión de Merkozy, sino el cambio.

La izquierda alemana compartía ese estado de ánimo. Aunque había sido coautor del freno de deuda, el SPD estaba alarmado por los desastrosos acontecimientos de la zona euro. Estaba arrasando en las encuestas y lo que exigía en 2012 era poner el acento en el crecimiento y no en la deuda y la sostenibilidad fiscal. Y este llamamiento obtuvo el apoyo de un elemento

inesperado: el FMI. El énfasis de la paradoja del ahorro en el informe del G20 para Ciudad de México fue el primer indicio de un gran cambio en la mentalidad del FMI con respecto a la política fiscal.[20] En el verano de 2012, sus empleados repasaron las previsiones que habían hecho en la primavera de 2010, cuando empezó la crisis en la zona euro, y descubrieron que habían subestimado sistemáticamente el impacto negativo de los recortes presupuestarios. Aunque al principio de la crisis creían que el multiplicador era una media de 0,5 aproximadamente, ahora conjeturaban que a partir de 2010 había superado el 1.[21] Eso significaba que recortar el gasto gubernamental en un euro, tal como exigían los programas de austeridad, reduciría la actividad económica en más de un euro. Por tanto, el porcentaje del Estado en la actividad económica aumentó y no a la inversa, tal como presuponían los programas. Que lo reconocieran era asombroso. Una mala economía y unas suposiciones empíricas fallidas habían llevado al FMI a defender una política que destruía las perspectivas económicas de toda una generación de jóvenes del sur de Europa.

La coalición conservadora de Berlín estaba perdiendo el contacto con la realidad. En las elecciones presidenciales francesas, el apoyo de Merkel a Sarkozy había sido descarado. Incluso se negó a realizar una aparición simbólica con Hollande, que estaba cuestionando públicamente el pacto fiscal. Probablemente eso benefició a Hollande. Ahora Berlín debería resistir sin su principal socio europeo.[22] Además, Merkel no solo tenía problemas al otro lado del Rin. En Alemania, la popularidad del gobierno del CDU-FDP estaba hundiéndose. La coalición se había creado gracias al extraordinario aumento del apoyo cosechado en 2009 por el FDP, una formación euroescéptica y partidaria del mercado libre, tras la primera fase de la crisis y los impopulares rescates bancarios. En 2012, ese apoyo estaba desapareciendo. El 13 de mayo, el CDU hizo frente a unas importantes elecciones regionales en Nordrhein-Westfalen (NRW).[23] Con diecisiete millones de habitantes y un PIB que casi triplicaba el de Grecia, NRW era el estado más grande de la República Federal. Incluyendo la región del Ruhr, era una zona antaño muy industrial que intentaba hacerse un hueco en un mundo en el que el hierro lo producía China, no Alemania. Curiosamente, las elecciones se celebraron antes en NRW debido a la incapacidad de su gobierno regional para trazar un presupuesto en conformidad con el freno de deuda que había impuesto la gran coalición a Alemania en 2009.[24] Para Merkel, el resultado fue devastador. El SPD

subió como la espuma. Los Piratas, un nuevo partido de protesta, entraron en el Parlamento regional y el CDU bajó al 26 %. Era, con diferencia, el peor resultado del partido de Merkel en ese estado crucial desde la fundación de la República Federal.[25]

Y entonces, para agravar la agitación política de mayo, los últimos coletazos de la crisis inmobiliaria afectaron a España. Junto con Irlanda, España tenía la distinción de haber experimentado una de las burbujas inmobiliarias más extremas del mundo. Cuando estalló, el efecto, como en Irlanda, fue devastador. La diferencia es que España es grande, con una población de cuarenta y cinco millones de habitantes frente a los cuatro y medio de Irlanda. Antes de la crisis, la economía española era comparable a la del estado de Texas. Por tanto, el estallido de la burbuja fue un acontecimiento de proporciones macroscópicas. Cuando el mercado inmobiliario se vino abajo, el índice de desempleo español subió. Del incremento de 6,6 millones de parados en la zona euro entre 2007 y 2012, 3,9 millones estaban en España, un 60 % de ese terrible total. Pese a lo negativa que era la situación griega, comparativamente era pequeña y solo suponía un 12 % del aumento del paro en la zona euro. Lo más catastrófico era la tasa de desempleo entre los jóvenes españoles, que en el verano de 2012 se había disparado al 55 %.[26] Aun teniendo en cuenta una extensa economía sumergida, era una estadística sumamente desalentadora.

A diferencia de Dublín, el gobierno socialdemócrata español consiguió que las penurias de las cajas regionales no coparan los titulares de prensa en la primera fase de la crisis global.[27] Un fondo de rescate eliminó muchos de los peores préstamos de sus libros de cuentas. En 2010, las cajas más débiles, muchas de ellas relacionadas con los dos partidos mayoritarios del país, fueron agrupadas en un banco malo, Bankia/BFA. El número de cajas se redujo de cuarenta y cinco a diecisiete, pero pagando el precio de la creación de una entidad más grande y peligrosa. Con 328.000 millones de euros, el balance de Bankia representaba un 30 % del PIB español. Como cabría esperar, pese al apoyo de los bancos de inversión, el intento de vender acciones de Bankia a inversores globales fue un error bochornoso. En noviembre de 2011, cuando la crisis llegó a su apogeo, los socialistas convocaron elecciones anticipadas, que dieron el poder a un nuevo gobierno conservador liderado por el Partido Popular de Mariano Rajoy. No está claro si Rajoy comprendía la gravedad de la situación. Es posible que los populares contaran con la solidaridad de Berlín. De ser así, se llevaron una

decepción, y el tono de Madrid hacia la UE se volvió más beligerante.[28] Los nuevos fondos de insolvencia solicitados por los bancos españoles eran inadecuados para apaciguar a los mercados. En la primavera de 2012, solo unas enormes inyecciones de liquidez del BCE mantenían a flote el sistema financiero español. Pero mantener la liquidez no era lo mismo que restablecer la solvencia. El 9 de mayo de 2012, Bankia anunció que se hallaba al borde de la bancarrota y que necesitaba una recapitalización urgente. El 25 de mayo, con una nueva directiva, la cifra había ascendido a 19.000 millones de euros en concepto de inyección de nuevo capital.[29] En vista de la depresión económica, lo último que necesitaba España era una nueva ronda de crisis bancarias y sería aún peor si el rescate, tal como había sucedido en Irlanda, degeneraba en una espiral destructiva para la deuda soberana. Tras el anuncio de Bankia, los rendimientos de la deuda pública española subieron al 6 % y luego empezaron a ascender al 7 %, por encima del cual, la carga de deuda se descontrolaría a medida que los crecientes costes de servicio inflaban el déficit.

En mayo de 2012 estaba claro que Europa se acercaba de nuevo al precipicio. El rendimiento de los bonos estaba creciendo en la periferia. Era una perspectiva poco halagüeña. Según cifras del FMI, solo en 2012 los gobiernos y bancos de Europa tenían que refinanciar deudas que ascendían a un impresionante 23 % el PIB.[30] Sencillamente no podían permitirse que los tipos de interés se descontrolaran a consecuencia del pánico en España.

III

Fue la incipiente crisis española la que devolvió a la agenda la cuestión de una reforma a fondo de la zona euro, que había sido bloqueada por Merkel en el invierno de 2011-2012. A finales de abril, hablando ante el Parlamento Europeo, Draghi pidió una hoja de ruta política que contemplara más avances hacia la unión fiscal. Entre tanto, el asediado gobierno del nuevo presidente francés y Mario Monti en Roma estaba coordinando posiciones. Ante la ominosa subida de los rendimientos en Italia, Monti necesitaba una solución para toda Europa. ¿Provocaría la crisis española un cambio básico de posición u otro ejemplo de las tácticas alemanas de demora? Si Merkel seguía vetando cualquier debate sobre la mutualización de la deuda soberana, ¿sería más flexible en el tema de la recapitalización de los bancos? ¿Una unión bancaria con responsabilidad

colectiva para la supervisión y el rescate de las entidades abriría por fin la puerta a una solución para el conjunto de la Unión Monetaria?

El 9 de junio de 2012, los ministros de Economía de la zona euro coincidieron en que la situación española era tan acuciante que Madrid debía recibir 100.000 millones de euros de la UE para financiar la recapitalización.[31] Sin embargo, para frenar la espiral destructiva se necesitaba otro fondo de rescate bancario en Europa que contara con los recursos necesarios para invertir y recapitalizar directamente los bancos. Si, por el contrario, los fondos inyectados a los bancos españoles eran incluidos en las cuentas del Gobierno español, existía el riesgo de amplificar la crisis. Como si pretendiera corroborarlo, el 14 de junio de 2012 Moody's rebajó la calificación de España a Baa3, un escalafón por encima de los bonos *high yield* o bonos basura. El futuro de la Unión Europea, declaraba el ministro de Asuntos Exteriores español, se decidiría en los próximos días. Y, como recordó en Berlín, cuando el *Titanic* se hunde, «arrastra a todo el mundo, incluso aquellos que viajan en primera clase».[32] De hecho, las víctimas podían llegar más allá de Europa. España no pertenecía a la misma liga que Italia. Pero, desde allí, la crisis podía extenderse fácilmente. Como había ocurrido en repetidas ocasiones desde 2010, el hecho de que la zona euro no resolviera sus problemas internos convirtió a Europa en un problema mundial.

En mayo de 2012, el registro de llamadas de Tim Geithner en el Departamento del Tesoro de EE.UU. muestra un repunte preocupante, con docenas de conferencias con Bruselas, el FMI y los ministros de Economía de la Unión Monetaria.[33] En la reunión del G8 celebrada en Camp David el 18 y 19 de mayo, Obama llevó aparte a Merkel y Monti para mantener una sorprendente charla que se prolongó dos horas y media. En noviembre de 2011, en el G20 de Cannes, la eurozona dominó las conversaciones. Nueve meses después, cuando el G20 se reunió bajo el sol deslumbrante del centro turístico mexicano de Los Cabos, Europa seguía siendo un tema prioritario. Los expertos en política, los propios políticos y los medios de comunicación internacionales tenían que aceptar que los problemas de la zona euro no solo no se habían solucionado, sino que empeoraban cada día. La impaciencia era palpable. En una rueda de prensa celebrada el 19 de junio, las preguntas dirigidas a Barroso, el presidente de la comisión, fueron tan agresivas que perdió los estribos. En respuesta a un periodista canadiense que preguntó por los riesgos que entrañaba la zona euro para

Norteamérica, repuso: «Francamente, no estamos aquí para recibir lecciones de democracia o de cómo gestionar la economía [...] Esta crisis no se originó en Europa [...] Ya que menciona usted a Norteamérica, la crisis empezó allí y gran parte de nuestro sector financiero se vio contaminado por las prácticas poco ortodoxas, por así decirlo, de algunos sectores del mercado».[34] Y, siguiendo en esa vena santurrona, Barroso añadió que Europa era una comunidad de democracias. Encontrar la estrategia adecuada llevaría su tiempo. Varios miembros del G20 ni siquiera eran democracias. ¿Qué podía aprender Europa de ellos?

Sin duda, las viejas jerarquías presentaron batalla hasta el final. Pero, de todos modos, Europa necesitaba ayuda. En Cannes, Obama había intentado cambiar la postura alemana a través de Sarkozy. El plan fracasó. Sarkozy no quería arriesgarse a una ruptura con Merkel. En verano de 2012, Washington tenía más elementos de influencia a su alcance. Mario Monti, el primer ministro italiano, había visitado la Casa Blanca a principios de 2012 y fue considerado por la revista *Time* un posible salvador de Europa.[35] Aunque era el padrino de la escuela Bocconi de economía neoclásica y un liberal prototípico italiano, Monti estaba convencido de que ya no se podía confiar en los mercados de bonos de la eurozona. Los especuladores estaban valorando los bonos italianos y españoles no por la situación fiscal de esos países, sino por la probabilidad de un derrumbamiento sistemático. Se hablaba de riesgo de «redenominación» y para eso solo podía darse una solución colectiva. Pero para restituir la confianza en el euro, Monti necesitaba aliados. Washington le prestaba apoyo. Pero lo decisivo fue la ruptura en el frente Merkozy de mayo de 2012. El recién elegido Hollande no solo estaba presionando para que se pusiera énfasis en el estímulo y el crecimiento, sino que los altos cargos del Tesoro Público francés estaban planteándose la idea de una unión bancaria. Las presiones especulativas que se habían desatado en el otoño de 2011 cuando Dexia falló y la calificación crediticia de Francia era puesta en duda, los habían convencido de que, sin mutualización de riesgos, nadie estaba a salvo.[36] Monti y Hollande podían contar con Mariano Rajoy, el presidente democristiano español. Rajoy no era un visionario. De hecho, a menudo daba la sensación de que a duras penas entendía la gravedad de la situación en España. Pero, sin duda, Madrid necesitaba desesperadamente que se dejara de hablar de un desmembramiento del euro.

El segundo día en Los Cabos, Obama y Monti tendieron una trampa. En una reunión privada con Merkel, el presidente estadounidense planteó a la canciller alemana un plan trazado por los italianos.[37] Dicho plan proponía que, en el caso de los Estados que estuviesen aplicando políticas fiscales responsables, el BCE o el MEDE debían limitar el rendimiento de los bonos. Si los rendimientos superaban el umbral de la sostenibilidad, ello provocaría una intervención para restablecer un nivel normal de los tipos de interés. Sería un mecanismo casi automático que no requería una inspección o supervisión intrusiva al estilo de la troika. Indignada, Merkel se negó a comentar siquiera la idea, aduciendo que no se había hablado de ello con su Gabinete. No aceptaría ninguna propuesta que desdibujara la línea entre política monetaria y fiscal, con independencia de cuál fuera su origen. Para los alemanes, la «autonomía» del BCE seguía siendo sacrosanta. El tono fue tenso y se consideró oportuno cancelar el plenario posterior a la cena que se había programado a petición de Obama. Ya se había dicho suficiente en las conversaciones privadas. Nadie quería repetir las escenas de Cannes.

Una vez más, Merkel había frenado las presiones transatlánticas para que se tomaran medidas de urgencia. Pero ahora esas presiones iban en aumento a ambos lados del océano. El 17 de junio, para alivio generalizado, las elecciones griegas habían esclarecido la escena política al punto de que podría formarse un nuevo gobierno. El PASOK cayó derrotado estrepitosamente. Ahora, los votantes se concentraban en Nueva Democracia, a la derecha, y Syriza, a la izquierda.[38] Para quienes estaban en contra de la troika, Syriza era la primera opción. Samaras formó gobierno el 20 de junio. Un gobierno era mejor que nada, pero teniendo en cuenta el historial de Samaras durante la crisis, nadie sabía qué esperar. ¿Respetaría su compromiso de cumplir los pactos del gobierno de Papademos? La respuesta no era ni mucho menos obvia y la planificación para un posible *grexit* seguía adelante. En cualquier caso, en junio de 2012 Grecia ya no era la máxima preocupación. Si no se pergeñaba un plan de acción concertado, España estaba en peligro mortal e Italia no tardaría en seguirla.

Buscando apoyos, Monti y Hollande convocaron una reunión en Roma para el 22 de junio, en la que pretendían sellar un Pacto de Crecimiento para Europa por un valor de 130.000 millones de euros en inversiones y rebajas de impuestos. Sabían que Merkel era vulnerable porque el FDP, sus socios de coalición, estaban intentando salvar el pellejo captando el voto

euroescéptico y distanciándose de la política europea de la canciller. Ello hizo que Merkel dependiera del SPD, el partido opositor, que estaba coordinando su posición con los socialistas franceses.[39] El SPD exigió respaldo alemán para un programa de crecimiento como pago por sus votos en el Bundestag. Para multiplicar aún más los frentes en los que debía luchar Merkel, el 26 de junio, la denominada cuadriga —Herman van Rompuy, presidente del Consejo Europeo; Mario Draghi, director del Banco Central Europeo; José Manuel Barroso, presidente de la Comisión Europea, y Jean Claude Juncker, presidente del Eurogrupo— reflotó la idea que Berlín había vetado en diciembre. Propusieron una unión bancaria respaldada por garantías de depósito en toda la zona euro y un fondo conjunto para la crisis. Tampoco se abstuvieron de comentar la necesidad de una emisión de deuda compartida.[40] La respuesta de Merkel no se hizo esperar. Veinticuatro horas después, aprovechó una reunión de su socio de coalición, el FDP, para anunciar: «No habrá colectivización de la deuda en la Unión Europea mientras yo viva».[41] En Alemania, el redoble de tambores contra más rescates en la eurozona iba *in crescendo*. El margen de maniobra de Merkel se redujo aún más el 21 de junio, cuando el Tribunal Constitucional Federal decretó que, al aceptar la exigencia de Francia de adelantar el MEDE al verano de 2012, el gobierno había violado el derecho del Bundestag a una consulta previa. El mensaje estaba claro. No podía haber rescates por la puerta trasera.

El 28 de junio de 2012, el Consejo Europeo se dio cita en Bruselas en un ambiente de «crisis profunda».[42] España se precipitaba claramente hacia el abismo. Tres días antes, Madrid había solicitado formalmente 100.000 millones de euros en ayuda externa para recapitalizar y reestructurar sus bancos. Para impedir el desastre inminente no había más alternativa que la aprobación por parte del Consejo de una unión bancaria. Ello permitiría una recapitalización directa de los bancos, con independencia de sus gobiernos nacionales, una vez que se hubiera creado un régimen supervisor efectivo. Finalmente se intuía una solución adecuada para la crisis. A corto plazo, Alemania aceptó un rescate inmediato de los bancos españoles siempre y cuando se llevara a cabo una prueba de estrés estricta. Era un paso de una importancia crucial. Cuatro años después de 2008, Europa reconocía por fin que, aún más que la unión fiscal, lo que necesitaba la zona euro era una responsabilidad conjunta de su sector financiero.

Sin embargo, lo que no resolvía era la latente incertidumbre de los mercados de deuda pública. Para Italia y España, hacer frente a unos tipos de interés que llegaban al 7 % o más era un tema de vida o muerte. No podían estabilizar sus finanzas públicas a menos que los mercados de bonos se calmaran. La noche del 28 de junio, Monti y Rajoy forzaron un enfrentamiento.[43] Justo cuando Van Rompuy, el presidente del Consejo, se disponía a anunciar a la prensa el nuevo y complaciente Pacto de Crecimiento europeo, declararon que vetarían el pacto a menos que se llegara también a un acuerdo para abordar la nueva crisis en los mercados de bonos soberanos. Era una emboscada. Si Merkel hubiera perdido el Pacto de Crecimiento, habría quedado en una situación de vulnerabilidad en el Bundestag, pero también había prometido oponerse a los rescates bancarios y la compra de bonos y ahora corría el riesgo de capitular en ambas cosas. Hasta las 4.20 de la madrugada del 29 de junio, la canciller no cedió. Tras una negociación que se prolongó un total de quince horas, Barroso y Van Rompuy se personaron ante la prensa para anunciar un acuerdo no solo sobre el Pacto de Crecimiento, sino también sobre un plan que permitiría el apoyo del MEDE para la deuda gubernamental de todos aquellos países que cumplieran las normas de gobierno fiscal acordadas en diciembre. Sería un derecho de todos los miembros de la zona euro y no una ayuda de emergencia concedida mediante una humillante petición a la troika. Cuando abandonó la reunión, un exultante Monti exclamó que el «bloqueo mental» de Europa estaba superado.[44]

Sin duda fue un gran paso adelante. Pero, tanto en términos políticos como económicos, la zona euro seguía experimentando cambios constantes en julio de 2010. La retirada de Merkel no tranquilizó a los conservadores alemanes. El nuevo Gobierno griego seguía siendo considerado un lastre. Entre tanto, España iba abocada al desastre. Para poner en marcha el mecanismo de apoyo a los mercados de bonos, los miembros de la Unión Monetaria tenían que adecuarse a la norma del 3 % del déficit. España estaba muy lejos de él. En el verano de 2012 estaba batallando para reducir su déficit presupuestario de un 11,2 % a un 5,4 % del PIB. El Eurogrupo todavía estaba ultimando los detalles de la recapitalización de los bancos españoles. Mientras el sistema bancario español sufría un pánico bancario silencioso y el mercado de préstamos interbancarios se cerraba, las entidades del país recibieron 376.000 millones de euros del BCE.[45] En toda España, los gobiernos autonómicos estaban en apuros. En julio, Valencia

pidió ayuda a Madrid. Cataluña podía ser la siguiente. El 23 de julio, el bono español a diez años se disparó al 7,5 % y sus permutas de cobertura por incumplimiento crediticio subieron hasta los 633 puntos básicos. Ese mismo día, Luis de Guindos, el ministro de Economía español, viajó a Berlín con la esperanza de conseguir un apoyo de Schäuble que tranquilizara a los mercados y abriera la puerta a la compra de bonos por parte del BCE. Según advertía De Guindos, España hacía frente a «un derrumbe económico inminente».[46] Pero Schäuble fue reticente en el apoyo que estaba dispuesto a prestar a su compañero democristiano. Para que Alemania aprobara una compra de bonos inmediata, Madrid tendría que modificar su sistema de pensiones y demostrar su compromiso con el equilibrio presupuestario. La conformidad con la idea alemana del pacto social europeo era el precio a pagar por el respaldo de Berlín. La zona euro seguía en la balanza.

Tres días después, el jueves 26 de julio, Mario Draghi se desplazó a Londres antes de la ceremonia inaugural de los Juegos Olímpicos para asistir a la conferencia de Inversiones Globales, concebida para publicitar al Reino Unido como centro de negocios. El ambiente en Londres no era amigable.[47] Mervyn King, que habló antes que Draghi en la conferencia, hizo saber que no consideraba que la unión política europea fuera una solución viable. Tal como confesaba Draghi a un amigo poco después: «¡Estaba harto! Todas esas historias sobre la disolución del euro son una chorrada». Al parecer, la expresión que empleó en italiano fue bastante más colorida.[48] En vista de la situación, Draghi decidió cambiar el guion. Los mercados tenían que entender el cambio cualitativo que estaba experimentando Europa. La zona euro tal vez había nacido con unos cimientos desiguales, pero, ante la presión de la crisis, estaba desarrollándose con rapidez. Los mercados globales debían comprender los cambios fundamentales que estaban remodelando Europa. Después del pacto fiscal de diciembre de 2011, la cumbre de junio de 2012 supuso un punto de inflexión, ya que, por primera vez desde 2008, todos los líderes habían reafirmado con rotundidad: «La única solución a esta crisis es tener más Europa y no menos».[49] El avance de la máquina integradora de la UE volvió a comenzar. El argumento que quería plantear Draghi a los mercados globales era político. «Cuando la gente habla de la creciente fragilidad del euro y de la crisis de la divisa —decía a la escéptica concurrencia de la City londinense—, con frecuencia, los Estados miembros no pertenecientes al

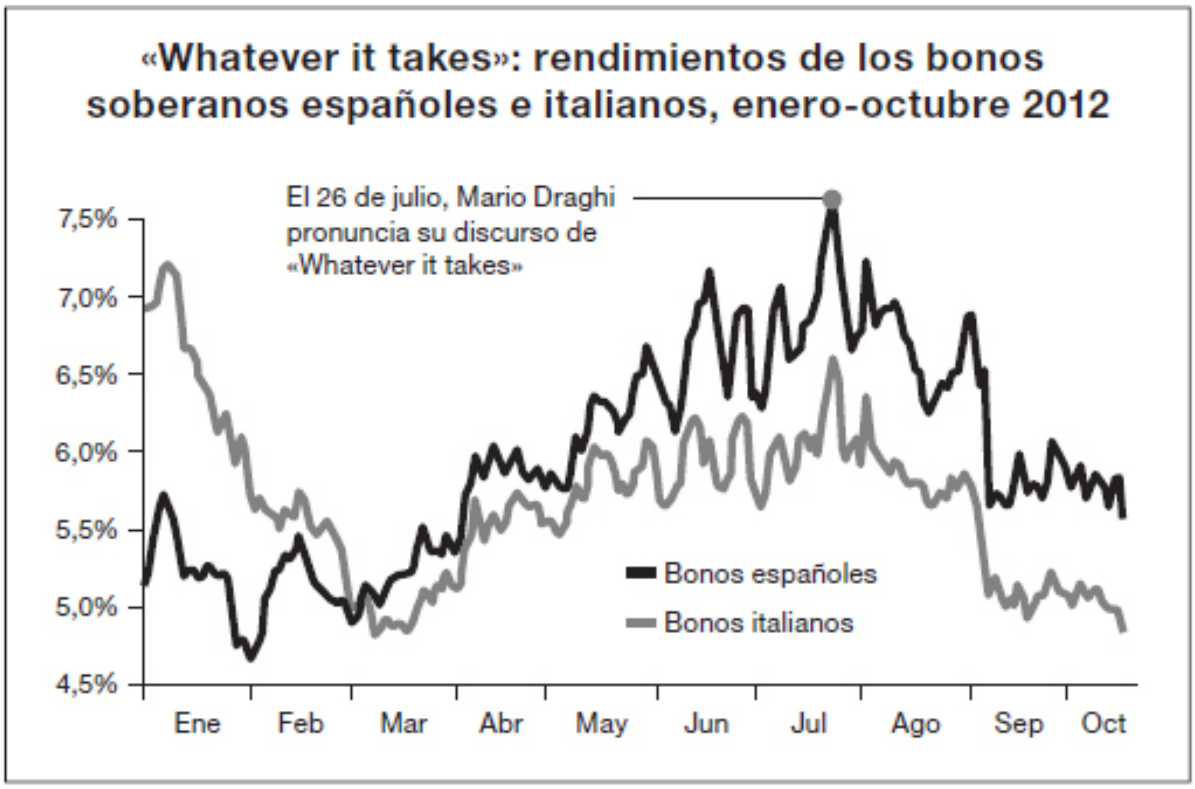
euro o sus líderes subestiman el capital político que está invirtiéndose en dicha moneda.» No eran palabras vacías, ya que se habían tomado medidas para que ello fuera irreversible. Y Draghi quería que los inversores oyeran otro mensaje: «Durante nuestro mandato, el BCE está dispuesto a hacer lo que sea necesario para salvar al euro». Tras una pausa efectista, añadió: «Y, créanme, será suficiente».

IV

Volviendo la vista atrás, este «Whatever it takes» de Draghi se considera el punto de inflexión de la crisis del euro. Después del discurso, los mercados se calmaron de inmediato. Los rendimientos de los prestatarios más vulnerables bajaron. No se habló más de una ruptura de la zona euro. Es una explicación con un gran atractivo. El BCE había tenido la llave de la estabilidad en todo momento. Draghi, por fin, fue el que la utilizó. Pero es una argumentación hecha con carácter retroactivo. La batalla más o menos abierta por la dirección de la política del BCE que había comenzado en 2010 no terminó con el discurso de Draghi del 26 de julio. Su intervención inicial fue extremadamente frágil y se podría haber desmontado fácilmente. Hizo falta mucha ayuda para convertir el discurso de Draghi en un punto de inflexión histórico y, aun así, era extremadamente incompleto.

En las horas posteriores al discurso de Draghi, a medida que calaba su relevancia, reinaba la confusión en la sede del BCE en Fráncfort. En palabras de un alto cargo de la entidad a Reuters: «Nadie sabía que esto iba a ocurrir. Nadie».[50] El departamento de comunicación del BCE y los editores de su página web no contaban con una copia del discurso para hacérsela llegar a la prensa. Draghi había comentado vagamente el plan con algunos compañeros de la junta directiva. Pero, teniendo en cuenta su más que probable impacto, creyó que era mejor llevar la decisión discretamente y presentarla al mundo como un hecho consumado. Llamativamente, Jens Weidmann, presidente del Bundesbank, fue uno de los que conocieron el mensaje de Draghi por los medios de comunicación. Ninguna capital de Europa había sido advertida con antelación, ni tampoco Klaus Regling, director del EFSF, cuyo organismo tendría un papel crucial en el plan de Draghi. Este «no tenía nada concreto en mente —dijo un directivo de la sede del BCE en Fráncfort—. Fue un comentario duro». En palabras de

Reuters, las palabras de Draghi «fueron una apuesta [...] El discurso fue solo el comienzo».



Fuente: Thomson Reuters, de Marcus Miller y Lei Zhang, «Saving the Euro: Self-Fulfilling Crisis and the "Draghi Put"», en *Life After Debt* (Basingstoken, Reino Unido, Palgrave Macmillan, 2014), pp. 227-241.

Si el discurso de Draghi fue un llamamiento a la unidad, lo importante es lo que vino después. Durante el fin de semana, Jean Claude-Juncker, jefe del Eurogrupo, se alineó con Draghi: «El mundo habla de si la zona euro seguirá existiendo dentro de unos meses», declamaba. Europa había «llegado a un momento decisivo».[51] Juncker advirtió al Gobierno alemán que no se permitiera el lujo de «verse atrapado en políticas nacionales en torno al euro». Entre tanto, Merkel, Monti y Hollande emitían comunicados conjuntos en los que insistían en su determinación de mantener la unidad de la moneda común. Para completar el cuadrilátero de la zona euro, Monti anunció que se desplazaría a Madrid para reunirse con Rajoy.

Washington no tardó en subirse al carro de Draghi. El lunes 30 de julio por la mañana, Geithner, secretario del Tesoro, viajó a Europa para visitar a Schäuble en su residencia vacacional de Sylt. Los medios de comunicación

se mostraron divididos por lo que trascendió de dicho encuentro. Algunos hablaban de acuerdo y otros de negativa de los alemanes a ceder.[52] A Geithner le preocupaba que Alemania siguiera barajando la posibilidad de echar a Grecia de la Unión Monetaria. Como escribía en sus memorias: «El argumento era que dejar arder Grecia facilitaría la construcción de una Europa más fuerte con un cortafuegos más creíble. El argumento me pareció aterrador». Dejar marchar a Grecia ocasionaría «una crisis de confianza espectacular». La huida de Europa «podía ser imposible de revertir». Geithner tampoco entendía «por qué al electorado alemán le parecería mejor rescatar a España, Portugal o cualquier otro».[53] Después de Schäuble, Geithner visitó a Draghi en Fráncfort. Como recordaba más tarde el estadounidense, las conclusiones no fueron en modo alguno tranquilizadoras. Draghi dijo a Geithner que sus comentarios en Londres habían estado motivados por el marcado escepticismo que percibió entre el público, integrado por directores de fondos de cobertura. Se dio cuenta de que tenía que agitar los mercados. En palabras de Geithner: «Se sintió alarmado y decidió ampliar sus comentarios y, de repente, dijo cosas como: "Haremos todo lo que sea necesario". Ridículo [...] totalmente improvisado [...] En aquel momento, Draghi no tenía plan. Había lanzado una afirmación vacía».[54] A su regreso a Washington, Geithner se mostró pesimista: «Le dije al presidente que estaba muy preocupado, y él también lo estaba [...] Una implosión en Europa podría habernos devuelto a la recesión, o incluso a otra crisis económica. Como señalaron innumerables expertos, no queríamos que eso ocurriera en año electoral, pero tampoco en ningún otro año».[55]

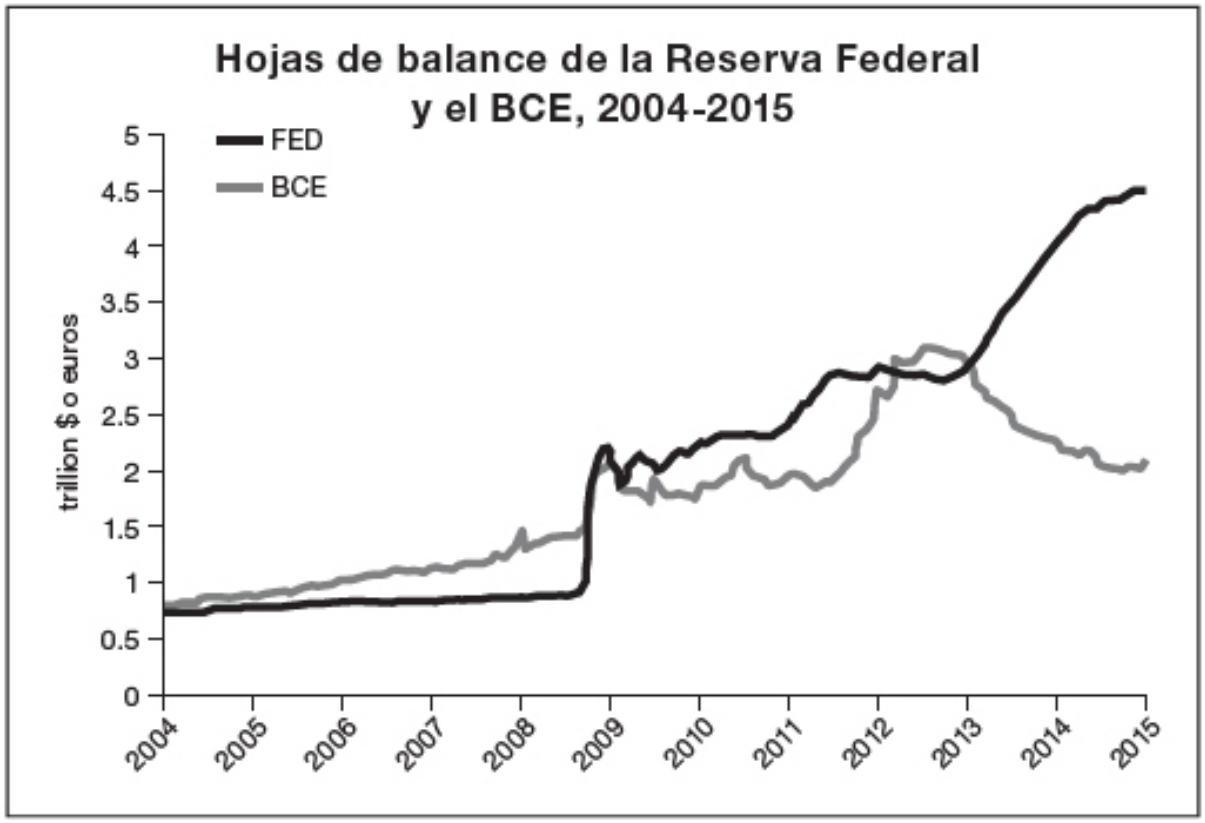
La oposición alemana a la iniciativa de Draghi fue feroz.[56] Algunas personas que cuentan con información privilegiada están convencidas de que, hasta la reunión conjunta del Gobierno alemán con sus homólogos chinos el 30 de agosto, Merkel y Schäuble no aceptaron apoyar la iniciativa del BCE y mantener a Grecia en la zona de la divisa.[57] El primer ministro chino Wen Jiabao dejó claro que hacía responsable a los grandes países europeos, a saber, Alemania y Francia, del destino de la zona euro y que las compras de bonos europeos por parte de su país dependían de si tomaban medidas eficaces.[58] La postura de Obama tal vez resultaba demasiado familiar en aquel momento y las líneas de batalla estaban trazadas con excesiva claridad como para tener demasiado peso. Como era habitual, los halcones de la inflación en el Bundesbank estaban horrorizados ante la idea

de la compra de bonos por parte del BCE. Pero para Merkel era la mejor de dos opciones malas. El hecho de que España hubiera sido respaldada con fondos del MEDE habría causado problemas políticos y legales mucho más graves.[59] El 6 de septiembre, el Bundesbank hizo saber su descontento cuando fue el único que votó en contra del plan de Draghi. De hecho, Weidmann estaba tan indignado que exigió una entrevista con Draghi para dejarle claro que el Bundesbank no debía ser considerado un mero voto en el consejo del BCE. Debía tener derecho a veto.[60] Pero, con el respaldo de Merkel y Schäuble, la suerte estaba echada. El BCE formalizó su nuevo papel como prestamista condicional de último recurso bajo el título de Transacciones Monetarias sin Restricciones (TMR).[61] Pero era una promesa estrictamente condicional. El BCE solo entraría en acción si el país en cuestión había aceptado un programa de austeridad y ayudas aprobado por el MEDE. Incluía más condiciones que la compra de bonos incondicional en la que había participado el BCE bajo el mandato de Trichet.

Incluso después del «whatever it takes» de Draghi, la política monetaria del BCE era profundamente limitada. No ocurría lo mismo con su homólogo estadounidense. En 2012, el ritmo de la recuperación en EE. UU. estaba decayendo. La estampida conservadora que se había opuesto a cualquier ampliación del activismo monetario en 2011 había desaparecido. En 13 de septiembre de 2012, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) votó a favor de la tercera expansión cuantitativa (QE III).[62] Sería la mayor expansión de la Reserva Federal hasta la fecha. Al principio, la institución se comprometió a comprar 40.000 millones de dólares al mes en bonos de Fannie Mae y Freddie Mac. La diferencia estaba en que aceptó cuando la Reserva Federal detectó una «mejora sustancial en las perspectivas del mercado laboral». Asimismo, el FOMC anunció que probablemente mantendría los tipos de los fondos federales próximos a cero mientras el desempleo estuviera por encima del 6,5 % y el pronóstico de inflación de la Reserva no superara el 2,5 %. El 12 de diciembre de 2012, el FOMC anunció un incremento de las compras, que pasaron de 40.000 millones a 85.000 millones de dólares al mes. Debido a su naturaleza flexible, la tercera expansión cuantitativa recibiría el nombre de «infinity QE» (expansión infinita).

En sus memorias, Bernanke comentaba: «Al igual que Mario Draghi, estábamos declarando que haríamos todo lo que fuera necesario».[63] Pero aquello era demasiado bondadoso para con los europeos. Las TMR de

Draghi anunciadas en septiembre de 2012 eran una medida para generar confianza, calmar a los mercados y frenar el pánico. Pero, más allá de eso, no ofrecían ningún estímulo a la economía de la zona euro. En realidad, las posibilidades del BCE eran limitadas. Una expansión cuantitativa para Europa con los conservadores alemanes en pie de guerra era impensable.[64] Ante el estancamiento de la economía de la eurozona y el desapalancamiento de sus bancos, las operaciones de refinanciación a largo plazo fueron abonadas progresivamente. A diferencia de la Reserva Federal, cuya hoja de balance estaba siendo ampliada activamente por Bernanke, la del BCE se contrajo a los niveles de la crisis de 2011. Europa se hundía cada vez más en su segunda recesión.



Fuente: Reserva Federal, BCE.

V

Si nos preguntamos cómo se puso freno a la fase aguda de la crisis de la zona euro, el discurso de Draghi del 26 de julio ofrece dos respuestas. Una provino del propio Draghi. La crisis de la zona euro se frenó gracias a la

enorme inversión de capital político realizada por los gobiernos de Europa. Se contuvo mediante la construcción de un nuevo aparato de gobierno: la reestructuración griega, el pacto fiscal, la unión bancaria, el MEDE y la TMR del BCE. Quienes apostaron en contra del futuro del euro calcularon mal la envergadura de la inversión realizada por los gobiernos europeos. Ese era el mensaje que lanzó Draghi. Como decía él mismo, era un mensaje político sobre la seriedad de la construcción estatal europea. Las demoras podrían tener un enorme coste para los ciudadanos, pero, con su habitual lentitud, Europa avanzaba una vez más hacia «una unión cada vez mayor».

Pero la respuesta extraída del discurso por la mayoría de los que oyeron a Draghi aquel día en la City de Londres era bastante diferente. Seguían mostrándose escépticos respecto de la UE y no tenían interés en los detalles de su política. Lo que se llevaron del discurso de Draghi no fue su contenido o el punto de inflexión que posibilitó con respecto a la integridad de la moneda común. Solo oyeron un mensaje simple: un poderoso banquero central estaba diciendo que haría todo lo que pudiera. Finalmente, un político europeo se había dado cuenta de lo que hacía falta. Estaba hablando el idioma de la Doctrina Powell, en la City de Londres, ante unos inversores, y en inglés. Lo que insinuó Draghi fue que Europa, por fin, lo había entendido.

En esta versión de lo sucedido en el verano de 2012 hay otra narración implícita que no se corresponde con el mensaje que pretendía lanzar Draghi. «Whatever it takes» en realidad era una forma de rendición. Finalmente, la zona euro estaba cediendo ante lo que los comentaristas económicos anglosajones habían defendido en todo momento. Si el BCE hubiera copiado antes el modelo de la Reserva Federal, tal como manifestó Obama en Cannes, se habría evitado lo peor de la crisis de la eurozona. Lo que prometía ahora Draghi era lo que Geithner, Bernanke y Obama habían estado predicando a los europeos desde 2010: «Hacedlo a vuestra manera». Tampoco era una coincidencia que fuese Draghi —un economista formado en Estados Unidos, un socio de Goldman Sachs, un miembro asalariado de la comunidad financiera global, un «amigo de Ben», un italiano internacionalizado y cosmopolita, y no un alemán de provincias— quien concluyera así la agonizante historia de la crisis de la zona euro. La fórmula Draghi —la fórmula de Estados Unidos— era una profecía que había de cumplirse. Pronunció las palabras mágicas. Los mercados se estabilizaron. El euro se salvó gracias a su tardía americanización.

Al rememorar los acontecimientos desde 2007, si uno detenía el reloj histórico en el otoño de 2012, la historia de la crisis económica del bloque atlántico podría adoptar una forma conocida. Al hacer frente a una crisis de proporciones históricas, la administración de Obama había dado una muestra de liderazgo hegemónico del siglo XXI. Carecía de la urgencia y la teatralidad de la época del Plan Marshall, pero las consecuencias fueron decisivas. Estados Unidos no solo marcó el camino gracias a su estímulo nacional y sus programas de política monetaria. Por medio de una discreta diplomacia y los enormes programas de liquidez de la Reserva Federal, había ayudado a Europa a superar su peor crisis desde el final de la segunda guerra mundial. La americanización era la respuesta. Los exponentes de la política económica de EE. UU. tampoco rehuyeron de anunciar sus logros a bombo y platillo. El título de las memorias de Bernanke sería *El valor de actuar*. Su carácter melodramático hacía encogerse a sus colegas europeos más tímidos. No era la clase de lenguaje que uno asocia a los recuerdos de un economista académico reconvertido en banquero central. Otros títulos más académicos publicados después de la estabilización de 2012 se hacían eco del ambiente general de optimismo. Al final, había sido una crisis del *statu quo*.[65] El sistema funcionaba.[66] La economía global había sobrevivido y Estados Unidos había reafirmado una nueva versión de la hegemonía liberal. Europa retomó la marcha hacia unos Estados Unidos de Europa que había empezado bajo la dirección de EE. UU. en 1947. Entre los comentaristas académicos, a ambos lados del Atlántico nació una industria artesanal que comparaba las nuevas iniciativas europeas de integración con la historia estadounidense. ¿Europa se hallaba aún en la fase Filadelfia o se adivinaba un momento Hamilton en el horizonte?[67]

Era, cabría añadir, una valoración razonable, sobre todo si uno paraba el reloj en noviembre de 2012 y obviaba el desafortunado papel de Estados Unidos en 2010, cuando apoyó la primera ronda de «extend & pretend». En el contexto estadounidense, la crónica también era profundamente política. Como reconocía Geithner, 2012 era año de elecciones. Y si se había puesto freno a la crisis económica y sus repercusiones europeas, los demócratas merecían su parte. Desde 2008, los republicanos del Congreso habían sido obstructivos, cuando no directamente peligrosos. Durante la campaña para el segundo mandato en 2012, Obama sacó rédito de la situación. Había desaparecido la modestia que caracterizó sus discursos en 2008 y 2009 tras el bochorno de la presidencia de Bush. Ahora, Obama se jactaba sin

reservas de la excepcionalidad estadounidense: «La veo allá donde voy, de Londres a Praga, de Tokio a Seúl, de Río a Yakarta —declaraba a un grupo de cadetes de las Fuerzas Aéreas en verano de 2012—. Existe una renovada confianza en nuestro liderazgo [...] [Estados Unidos sigue siendo] la única nación indispensable en los asuntos mundiales [...] Veo un siglo estadounidense porque ninguna otra nación aspira al papel que desempeñamos nosotros en los asuntos globales, y ninguna otra nación puede desempeñarlo».[68] En cuanto a la política económica internacional, la victoria de Obama en noviembre de 2012, la tercera expansión cuantitativa de Bernanke y el discurso de Draghi se sumaron para culminar la narración. Se había impuesto la gestión de la crisis centrista y liberal. En el nuevo siglo de Estados Unidos, la diversidad, la apertura mundial y el pragmatismo democrático irían de la mano.

Pero esta crónica de la resolución de la crisis oculta las profundas tensiones que existían a ambos lados del Atlántico. En Europa, la zona euro había sobrevivido. Draghi tenía razón. De la crisis había nacido una importante fase de construcción estatal, pero con un coste económico y político abrumador. Los gobiernos de Italia y Grecia habían sido derrocados. Irlanda y Portugal habían sido sometidos al tutelaje de la troika y España se había salvado por los pelos. Y, aunque la marcada crisis de los bonos soberanos había terminado, tras dos años de ansiedad extrema la confianza de los consumidores y las empresas estaba tocada. El desempleo perjudicó enormemente a la demanda en la zona euro. La política fiscal se vio limitada por la inclinación alemana a los equilibrios presupuestarios. Perversamente, el superávit comercial alemán estaba disparándose en un momento en que la demanda caía en todo el continente. Era el momento perfecto para una política monetaria activa. Pero detener el pánico del mercado de bonos era una cosa y revivir a la eurozona otra bien distinta. A diferencia de la Reserva Federal, Draghi no tenía mandato. A medida que se acentuaba la miseria social y que imperaba una sensación de humillación, ¿cuál sería la reacción en toda Europa? No solo las «víctimas» se sentían insatisfechas. Los conservadores alemanes estaban indignados por la letanía de promesas de Merkel. En los medios de comunicación alemanes, Draghi, el salvador del euro, hacía frente a la hostilidad y las dudas. A menos que pudiera superarse el euroescepticismo, había pocas posibilidades de materializar la ambiciosa agenda de integración y construcción institucional que Draghi había anunciado en su discurso de Londres.

En Estados Unidos, la reelección de Obama tal vez animaría a sus seguidores. Pero ¿en qué consistía exactamente ese nuevo siglo estadounidense? ¿Cuáles serían sus prioridades? En su primer mandato, a Obama le preocupaba dejar atrás el legado de los errores de Bush y gestionar la crisis. Pero ¿había pasado realmente la crisis? Y, de ser así, ¿significaba eso que Estados Unidos podía enfrentarse al futuro libre de responsabilidades? ¿O, después de sobrevivir a la crisis, EE. UU. se encontraba con los mismos desafíos que habían llevado a Obama, como senador, al lanzamiento del Programa Hamilton en 2006, unos desafíos que no habían hecho sino amplificarse e intensificarse desde entonces? En los círculos de la política exterior, el inicio del segundo mandato de Obama presenció una apasionada discusión sobre el atrincheramiento estadounidense y los cimientos de su poder internacional.[69] Y, en materia de política económica, también había escépticos. ¿Habían cambiado suficientes cosas para que otra crisis fuera improbable? ¿Se habían resuelto verdaderamente las tensiones del sistema financiero o tan solo se habían contenido? Si se había evitado otra Gran Depresión, ¿tuvo el efecto perverso de acabar con el estímulo para una reforma realmente profunda?[70] Era irónico que, entre las Casandras, una de las voces más estridentes y convincentes fuese la de Larry Summers, secretario del Tesoro con Clinton y máximo asesor económico de Obama hasta diciembre de 2010. Doce meses después de la segunda victoria de Obama, en un acto del FMI celebrado en noviembre de 2013, Summers advertía: «La lección que he sacado de esta crisis, la lección general, que, a mi juicio, el mundo no ha interiorizado suficientemente, es que no acabará hasta que se termine y, desde luego, ese momento no es ahora».[71] No sabía cuánta razón tenía.

IV
LAS RÉPLICAS DEL TERREMOTO

Capítulo 19
«ESTANCAMIENTO SECULAR»

En el contexto de la crisis bancaria de 2008, la industria estadounidense del motor había sido un daño colateral. El hundimiento de las ventas hizo que GM y Chrysler hincaran la rodilla. En diciembre de 2008, un Congreso truculento rechazó un paquete de ayuda de emergencia, pero ni a Bush ni a Obama les parecía que podían dejar caer a GM y Chrysler. A estos antiguos grandes motores del industrialismo estadounidense se los salvó desviando fondos que, en origen, se destinaban al rescate bancario. En 2013, los dos gigantes volvían a dar beneficios; al igual que el resto de la gran empresa estadounidense, capearon la tormenta. Chrysler celebró la recuperación como suelen hacerlo las corporaciones del país: reservando un espacio para emitir un gran anuncio durante la Super Bowl de febrero de 2014. Querían algo que tuviera resonancia y, con ese fin en mente, eligieron a su hombre: el *spot* fue escrito, dirigido e interpretado en persona por Bob Dylan, el arrugado bardo del Estados Unidos más idiosincrásico. Ante un telón de fondo *noir*, al estilo de Hopper, Dylan entregó una asombrosa muestra de *kitsch* nacionalista de alto calibre:

> ¿Hay algo más americano que América? Porque no puedes importar un original. No puedes falsificar lo auténtico de verdad.
>
> No puedes duplicar un legado. Lo que Detroit creó fue un principio que sirvió de inspiración... al resto del mundo.
>
> Sí... Detroit hizo coches. Y los coches hicieron América. Para hacer lo mejor, para hacer lo excelente, hace falta convicción.
>
> Y no puedes importar el corazón y el alma de cada uno de los hombres y las mujeres que trabajan en la cadena.
>
> Podrías recorrer el mundo buscando calidad, pero no encontrarás nada igual a las carreteras americanas y las criaturas que viven sobre ella.
>
> Porque nosotros creemos en la aceleración, el rugido, el dinamismo. Y cuando está hecho aquí, está hecho con lo único que no puedes importar de ninguna parte: el orgullo americano. Así que deja que Alemania te elabore la cerveza, que Suiza te haga el reloj, que Asia te monte el teléfono.
>
> Nosotros... construiremos... tu coche.[1]

La resonancia de estas frases se incrementó por lo que probablemente la audiencia sabía sobre el lugar donde se filmó el anuncio: Detroit. Si en

Estados Unidos la industria del motor había resucitado, no podía afirmarse lo mismo sobre la Ciudad del Motor.

Pasado el apogeo de los años de posguerra, Detroit llevaba ya mucho tiempo en decadencia. En su momento culminante la ciudad había contado con una población de 1,8 millones de personas, de las que medio millón eran afroamericanos. Con el impacto de la desindustrialización y la huida de los blancos tras los disturbios de 1967, en 2013 el núcleo urbano de Detroit se había reducido a 688.000 habitantes, de los que 550.000 eran afroamericanos. Quedaron a su suerte en una ciudad que, literalmente, estaba cayendo en la ruina, ahogada por deudas que ascendían a decenas de miles de millones de dólares. Tras el cierre de la mayor parte de las fábricas que habían hecho de Detroit uno de los principales centros industriales del mundo, la ciudad quedó atrapada en una espiral fatídica de desempleo, desventaja racial y prácticas financieras tan inseguras como abusivas.[2] En 2013 se calculaba que el 36 % de la población de Detroit vivía por debajo del umbral de la pobreza en Míchigan (que no es precisamente generoso). La tasa de paro era del 18 %. La ciudad era un ejemplo extremo del aciago círculo vicioso en el que las dificultades económicas públicas agravaban las familiares, y viceversa. En 2005, de todas las hipotecas de Detroit, el 68 % era *subprime*.[3] Si la crisis causó estragos en Estados Unidos, en Detroit se produjo la ejecución hipotecaria de 65.000 hogares; de 36.000 de ellos se consideró que tenían tan poco valor que fueron abandonados sin más, uniéndose a un total de 140.000 propiedades en ruinas. Con el fin de frenar el efecto de contagio, la ciudad demolió extensas zonas. Aunque el programa de demoliciones recibió ayudas federales y estatales, Detroit tuvo que aportar 195 millones de dólares, que se sumaron a un descenso de otros 300 millones en la recaudación tributaria.[4] Detroit no se lo podía permitir. Nombró a un administrador de emergencia que, en junio de 2013, declaró en quiebra la ciudad, con unas deudas de entre 18.000 y 20.000 millones de dólares. Fue la mayor bancarrota urbana de la historia de Estados Unidos.[5]

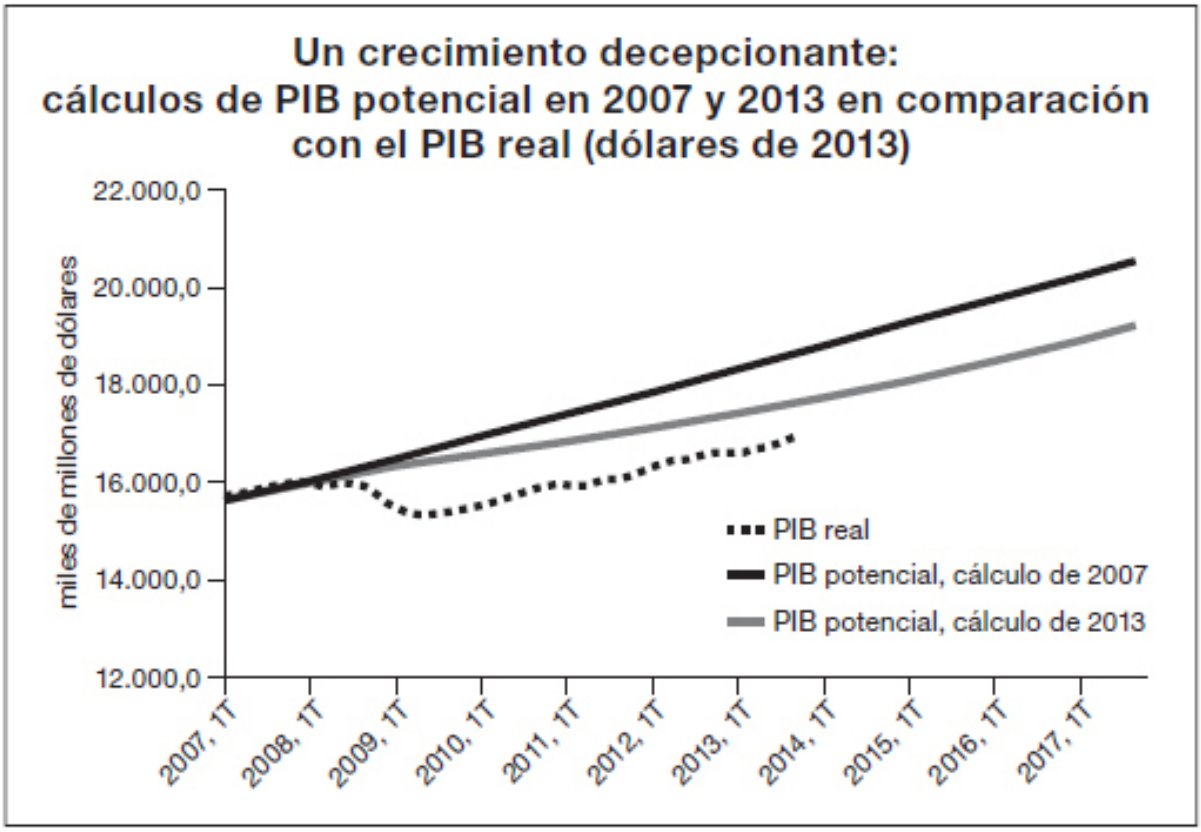
Como sabían los espectadores del anuncio de Dylan para Chrysler, el caso de Detroit era extremo, pero no único. Por todo el país, los antiguos núcleos y ciudades industriales batallaban por sobrevivir. Varios se declararon en quiebra. En 2011 lo hizo el condado de Jefferson, en Alabama, que alberga la ciudad acerera de Birmingham. En 2012 fue el turno de Stockton y San Bernardino, en California. Se trataba de lugares mal gobernados, que sufrían los efectos colaterales del precario estado del

bienestar estadounidense, con economías que luchaban bien contra largos procesos de decadencia, bien contra el efecto inmediato del fiasco inmobiliario. Distaban de ser una fotocopia del caso del Detroit postindustrial del norte del país. En conjunto, sin embargo, eran un símbolo de la agobiante transformación del Sueño Americano en una pesadilla.

No era una novedad. A finales de la década de 1970 Bruce Springsteen ya había puesto música a la lastimera condición del Estados Unidos postindustrial.[6] En 2006 Obama había recordado a los peces gordos del Proyecto Hamilton la cruda realidad que se vivía «en lugares como Decatur, Illinois, o Galesburg, Illinois»; «este no es un proceso inocuo», valoró. Pero durante la mayor parte del primer mandato de Obama, los gestores económicos no atendieron a los problemas de tales lugares, sino que se centraron en salvar Wall Street y las finanzas globales. Las protestas de 2011, que llevaron la desigualdad a la arena política, habían empezado a transformar la conversación, pero la sensación de que Estados Unidos adolecía de una enfermedad grave no cuajó con claridad hasta los dieciocho meses posteriores a la reelección del presidente, el 22 de noviembre de 2012.[7] Cuando el horizonte dejó de estar dominado por la crisis, la inquietud por la trayectoria a largo plazo de Estados Unidos —que ya había preocupado a los liberales de centro en los primeros años de este siglo—, la sensación de que la situación no era «normal», brotó de nuevo con fuerza.

I

Una manifestación inesperada, pero sintomática, fue el sombrío discurso que Larry Summers pronunció en el FMI en noviembre de 2013.[8] Tenía por tema la recuperación y su desoladora lentitud. Los gestores de la política estadounidense podían felicitarse por el hecho de que estaban guiando a los europeos a una salida de la recesión, como en efecto sucedía. Desde 2010, los datos económicos de Europa habían sido aún peores que los norteamericanos. Sin embargo, la recuperación del propio Estados Unidos era la más lenta de las conocidas. A tenor del modelo friedmaniano de recuperación de los ciclos económicos (*plucking model*), tras un hundimiento tan grave como el de 2008 podríamos haber esperado un auge vigoroso. En 2009-2010 la recuperación se había iniciado con potencia, pero desde entonces el crecimiento económico había menguado hasta un punto deprimente. ¿Dónde estaba el rebote? ¿Qué había fallado?



Fuente: L. H. Summers, «U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound», *Business Economics*, 49, n.º 2 (2014), pp. 65-74. Datos: Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO).

Según el punto de vista convencional, Estados Unidos sufría las repercusiones de una crisis financiera excepcionalmente grave. No se trataba de un ciclo económico común. Los mercados y balances todavía tardarían en recuperarse.[9] Si economistas como Reinhart y Rogoff defendían la contención financiera era precisamente para evitar esta clase de resacas. Si uno evitaba la burbuja crediticia y el exceso de crecimiento, existía la posibilidad de evitar la explosión. Autores keynesianos como Krugman insistían en que todo esto era muy lógico, pero que el viraje a la austeridad había sido prematuro y había supuesto ralentizar, sin necesidad, la recuperación; según una acertada observación de Krugman, «todo se torció en 2010».[10] La primacía de la austeridad en todo el mundo, por la que Reinhart y Rogoff habían abogado animadamente, frenó la reactivación hasta la agonía. La expansión cuantitativa de Bernanke podía compensarlo,

hasta cierto punto, pero no contrarrestar el descenso en la demanda agregada.

Estos eran los parámetros habituales de los debates sobre política económica, desde 2009 y mucho antes. Lo que no captaban, sin embargo, era la impresión de que la economía estadounidense, y la sociedad que se levantaba sobre ella, adolecían de un problema más grave y más profundo. La hipótesis que Summers sugirió ante el auditorio del FMI, en noviembre de 2013, era desconcertante y novedosa; tan discordante, de hecho, que Summers —poco dado a la modestia y la inseguridad— reconoció que «quizá todo esto sea una locura y yo lo haya comprendido mal». Pero a la luz de los datos, había que plantear una pregunta: ¿y si la insuficiencia de la recuperación obedecía a algo distinto a un simple error de orientación de la política económica? ¿Y si existía un problema más profundo, una escasez crónica en la demanda de inversión, en relación con la existencia de ahorros, que resulta en una condición sostenida de «estancamiento secular»?

Para destacar la fuerza de su argumento, Summers invitó al sorprendido auditorio a echar la mirada atrás, hacia el período anterior a la depresión. En perspectiva, todo el mundo estaba de acuerdo en que la política monetaria, antes de 2008, había sido «demasiado laxa [...] [E]l préstamo imprudente había abundado sobremanera. Casi todo el mundo cree que la riqueza, según se vivía en los hogares, era excesiva en comparación con su realidad. Demasiado dinero fácil, demasiados préstamos, demasiada riqueza». Pero si tal hubiera sido el caso, podríamos haber esperado que la economía estadounidense viviera un auge extraordinario. No fue así. Pese a los excesos de la explosión residencial, hasta 2008 el crecimiento había sido corriente. De hecho, cuando se compara con las décadas de 1950 y 1960, había sido lento, y esto explica la precariedad de lugares como Detroit. «El desempleo no había alcanzado ninguna cota llamativamente baja. La inflación era inexistente. De algún modo, ni siquiera una gran burbuja era capaz de producir un exceso en la demanda agregada.» «Imaginen», continuó reflexionando Summers, «cuán satisfactorio» habría sido el rendimiento de la economía estadounidense en los primeros años de la década de 2000 «en ausencia de una burbuja inmobiliaria y con el mantenimiento de unos criterios crediticios rigurosos». Habría resultado tan decepcionante como lo ha sido la recuperación actual. Habría sido peor.

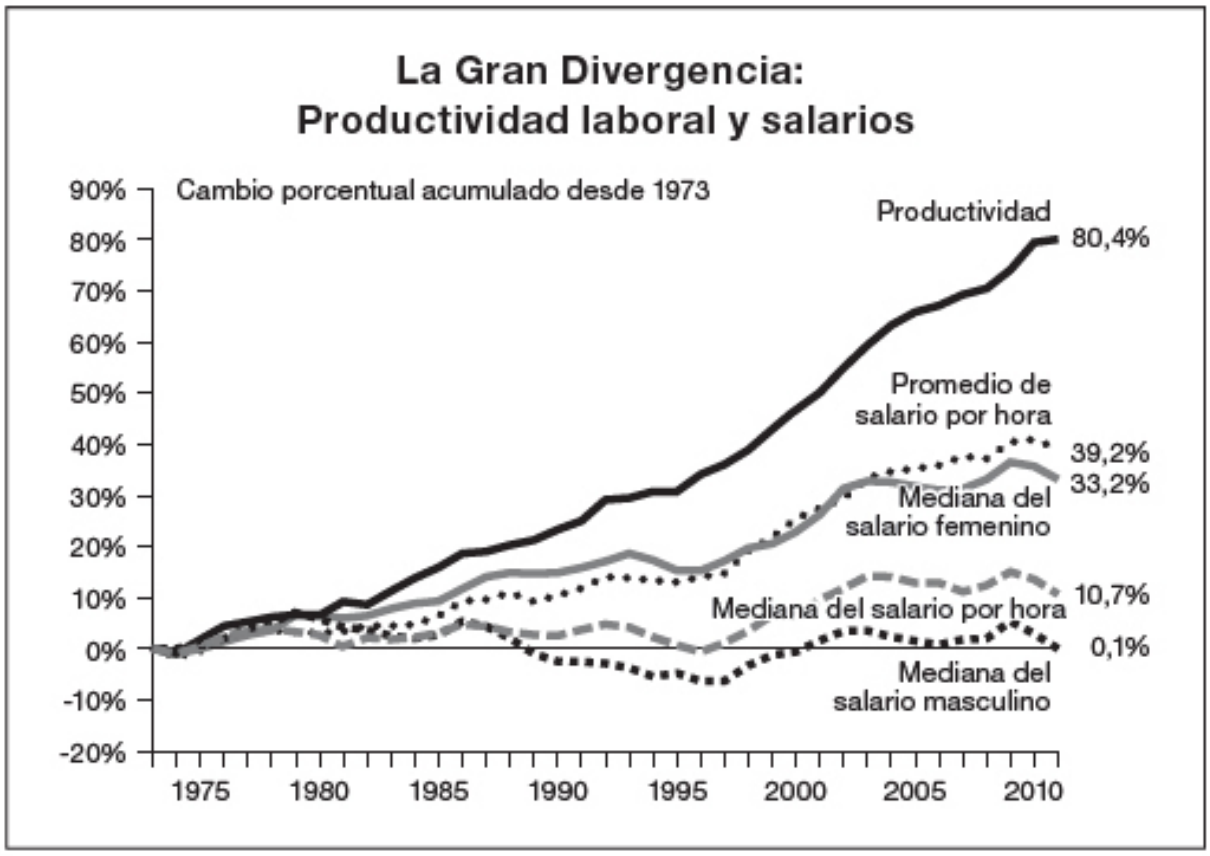
Con una asombrosa revisión de la historia económica reciente de Estados Unidos, Summers planteó que, durante al menos dos décadas, el crecimiento económico estadounidense había reposado sobre cimientos débiles. Había requerido unas burbujas financieras «anormales» para lograr un índice de crecimiento que no pasaba de ser «normal». Echando la mirada atrás hacia las décadas recientes, Summers se preguntó, en un discurso posterior: «[¿P]odemos identificar algún tramo regular durante el cual la economía creciera de forma satisfactoria en condiciones de sostenibilidad financiera? Quizá uno puede encontrar algún período parecido, pero sin duda conforman la minoría, no la mayoría, de la experiencia histórica».[11] Se trata de una llamativa inculpación contra el consenso en la gestión económica del que el propio Summers había sido una figura destacada.[12] Tenía consecuencias graves para la política del momento. Si Estados Unidos se limitaba a esperar, cabía la posibilidad de que el tan esperado rebote, la recuperación clara de la crisis de 2008, no llegara nunca.

Para resolver la carestía crónica en las inversiones, Summers abogaba por una nueva era de acción gubernamental. Estados Unidos nunca igualaría a China, por supuesto. Tampoco se trataba de eso. Pero se daban las condiciones idóneas para incrementar poderosamente la inversión pública. Esto permitiría reconstruir las infraestructuras estadounidenses y, con ello, se abordarían las cuestiones más fundamentales que Detroit planteaba. La reconstrucción material serviría para restaurar los sentimientos de cohesión y orgullo nacional. Según comentó Summers en otra ocasión: «Piensen en el aeropuerto Kennedy. Es una vergüenza como punto de entrada a la ciudad que lidera el país que lidera el mundo. Los más ricos, con sus vuelos privados, escapan en gran medida a sus enormes deficiencias. Arreglarlo crearía una gran cantidad de empleos manuales y supondría un estímulo importante para el empleo y el crecimiento [...] Si un momento en el que Estados Unidos puede pedir préstamos a menos del 3% en una divisa que sale de nuestras propias imprentas, cuando la tasa de paro de los trabajadores de la construcción se alza por encima del 10 %, no es el momento adecuado para hacerlo, ¿cuándo llegará ese momento?».[13]

Con retraso, Summers abogaba por lo que la administración de Obama no había acertado a proporcionar: un impulso concertado para unificar la sociedad estadounidense en torno de un programa sostenido de modernización ambiciosa y crecimiento basado en la inversión. En 2009 y 2010 se habían destinado recursos no desdeñables a un intento de estímulo.

Pero quedaron contenidos por las angustias del momento, la resistencia del Congreso, una movilización espectacular y agresiva de la opinión derechista y el nerviosismo del propio Larry Summers, que temía quedar mal ante los expertos en gestión política. El resultado fue una recuperación que no tan solo fue lenta, sino profundamente desigual. Si las imágenes impresionantes del deterioro de Detroit y otras ciudades postindustriales de todo el país no eran suficientes, el panorama se completaba con unos datos estadísticos desoladores.

En octubre de 2013, dos economistas franceses —uno de los cuales trabajaba en California, el otro desde París— publicaron la última edición de un estudio, prolongado en el tiempo, sobre la desigualdad en Estados Unidos.[14] Emmanuel Saez y Thomas Piketty no eran unos desconocidos. Un artículo anterior, en el que situaban en el mapa, a largo plazo, los grandes ingresos de Estados Unidos había dado origen al eslogan de «Somos el 99 %» que el movimiento Occupy Wall Street había utilizado con tanto efecto.[15] Sin embargo, los datos que revelaron en octubre de 2013 eran asombrosos. A partir de la última tanda de desgravaciones fiscales calcularon que del crecimiento generado por la recuperación económica desde 2009, el 95 % había sido monopolizado por el 1 % superior. Esta diminuta



Fuente: Lawrence Mishel, «The Wedges Between Productivity and Median Compensation Growth», *EPI Issue Brief*, 330 (2012), pp. 1-7, http://www.epi.org/publication/ib330-producti vity-vs-compensation/

fracción demográfica vio incrementarse sus ingresos, en comparación con la fase recesiva, un 31,4 %.[16] En cambio, el 99 % de los estadounidenses no había experimentado prácticamente ningún aumento desde la crisis. Los datos, tras una revisión posterior, mostraron una desproporción no tan extrema.[17] Pero en 2013 las cifras causaron sensación. La lentitud del incremento del PIB que preocupaba a Summers, de hecho, escondía dos realidades radicalmente distintas entre sí. Mientras a una élite minúscula las cosas le iban extraordinariamente bien, para los estadounidenses corrientes, la tesis del estancamiento secular que Summers propuso como hipótesis académica provisional era, sencillamente, la realidad que habían vivido durante los últimos cuarenta años. Desde el bicentenario de la independencia de Estados Unidos, en 1976, el crecimiento de la productividad, que ha impulsado el crecimiento económico general, y la compensación para los trabajadores en forma de salarios han experimentado una divergencia clarísima. Un ciudadano corriente apenas participó del

crecimiento económico nacional que se refleja en las estadísticas del PIB; casi todos los beneficios del crecimiento han sido monopolio de los mejor pagados y de los que, por su fortuna, podían poseer una cartera importante de activos financieros. La crisis económica de 2008 puso de manifiesto hasta qué extremo la política económica nacional estaba subordinada a las necesidades de un grupito de gigantescos bancos transnacionales. Ahora, ante una recuperación muy débil, la correspondencia entre el crecimiento económico y el progreso de una sociedad nacional recibía un desafío desde la base. ¿Había alguna manera razonable de seguir presentando la economía nacional como un proyecto común a todos los estadounidenses?

II

La decadencia del Sueño Americano había sido una clave del discurso político de Barack Obama desde sus primeros días en el Senado. Fue un hilo recurrente en el programa del Proyecto Hamilton. En diciembre de 2013, pasado un año desde su reelección como presidente, Obama visitó un centro comunitario en Ward 8, una vecindad afroamericana de Washington D. C., para pronunciar un discurso notable sobre la crisis social que estaba viviendo el país.[18] Describió la «batalla cotidiana» de los estadounidenses corrientes que luchan contra una «tendencia implacable, de varias décadas» hacia una «desigualdad peligrosa y creciente». El «acuerdo básico y central de nuestra economía se ha desgastado», declaró. Por descontado, la tendencia hacia una desigualdad cada vez mayor no era exclusiva de Estados Unidos. Sin embargo —insistió Obama— ya no se podía seguir mirando hacia otro lado: «esta desigualdad creciente está especialmente pronunciada en nuestro país [...] [L]as estadísticas revelan [...] que nuestro nivel de desigualdad en los ingresos se asemeja al de países como Jamaica y Argentina». Países «aliados de riqueza [comparable], como Canadá o Alemania o Francia [...] poseen más movilidad que nosotros, no menos». La mitad de los estadounidenses experimentaría la pobreza durante por lo menos un período de sus vidas. «Las tendencias combinadas del incremento de la desigualdad y la reducción de la movilidad representan una amenaza fundamental para el Sueño Americano, nuestra forma de vida y lo que representamos en todo el mundo.» En palabras del presidente, la desigualdad era «el gran reto de nuestro tiempo».

La miseria racializada de ciudades como Detroit era escandalosa, sin duda. Pero Obama hizo hincapié en que la crisis de Estados Unidos no se limitaba a las comunidades de mayoría afroamericana. Por todo el país, el principal determinante de las oportunidades que cada cual tendría en su vida era la clase, no la raza; su segundo mandato presidencial se centraría en la desesperación de la clase trabajadora blanca de las zonas rurales. Los titulares se verían sacudidos por los Apalaches —Virginia Occidental y Kentucky—, oprimidos por el cambio estructural, el fracaso educativo y la inmovilidad. En su ejemplo extremo, este cóctel letal tendría como símbolo una epidemia de adicción a la droga, alimentada por la heroína barata que llegaba de México y un abuso desenfrenado de los opioides.[19] En 2007, las muertes por sobredosis de drogas ya habían superado a los accidentes de carretera como principal causa de muerte en Estados Unidos.[20] Entre los blancos del país, los fallecimientos por sobredosis ascendieron un 297% tan solo entre 2010 y 2014. A diferencia de lo que se constataba en las otras sociedades desarrolladas, la esperanza de vida de los blancos de clase trabajadora, en Estados Unidos, estaba reduciéndose desde los primeros años 2000. En la historia contemporánea, el único paralelo directo fue el de Rusia en la dramática fase posterior al hundimiento de la Unión Soviética. Numerosos artículos de prensa y estudios académicos confirmaron el desastre, hasta que Anne Case y Angus Deaton coronaron la historia en 2015, con su famoso análisis de las «muertes por desesperación».[21]

La crisis era innegable. La cuestión era qué hacer con ella. Cuando el ala izquierda del Partido Demócrata había abordado el tema de la desigualdad, en la década de 1990, en tiempos del Gobierno de Clinton, el diagnóstico habitual había sido de carácter técnico y económico.[22] La globalización había impulsado las grandes fortunas y reducido los ingresos de nivel inferior. Desde esa década, el impacto de estos factores no había dejado de agravarse. La importación de productos baratos posibilitada por el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés) y el ingreso de China en la OMC benefició a los consumidores, pero hizo menguar los salarios y que los obreros de las fábricas estadounidenses perdieran la seguridad en sus puestos de trabajo y los beneficios de sanidad y pensiones que los acompañaban. En 2013, expertos próximos al movimiento sindical estadounidense calcularon que el déficit comercial con China había costado 3,2 millones de puestos de trabajo, y que la competencia de la mano de obra extranjera, con su baja

remuneración, había perjudicado los sueldos de los 100 millones de trabajadores estadounidenses que carecían de formación universitaria, que perdieron un total de 180.000 millones de dólares.[23] Se trataba de cifras elevadas, pero en una economía con una fuerza laboral superior a los 150 millones de personas y un gasto salarial superior a los 7 billones de dólares, no bastaban para explicar por sí solas el enorme aumento de la desigualdad. Así pues, a la globalización se le sumó otro factor: la tesis de que el avance tecnológico favorecía al trabajo cualificado.[24] Se sostenía que, con independencia de la globalización y el comercio internacional, la transformación tecnológica había comportado ventajas desproporcionadas para los que estaban más cualificados, en toda la economía estadounidense y todos los ámbitos sociales, tanto si estaban expuestos al comercio como si no.

La respuesta típica de los reformistas fue abogar por que los gobiernos estatales y el federal se comprometieran con la mejora de la educación, facilitaran el acceso a los centros públicos de educación superior y ofrecieran asistencia para un mejor ajuste comercial. De ahí que, en 2006, el Proyecto Hamilton se centrara en que los niños con una situación económica más difícil aprovecharan bien las vacaciones de verano. Pero veinte años después, dado que la desigualdad ha crecido y la movilidad se ha reducido, difícilmente cabe considerar que tales medidas hayan sido un éxito. Así, el «nuevo» debate sobre la desigualdad, que cobró vida desde 2011, se caracterizó por la desilusión frente a las soluciones del reformismo convencional. Aunque las agencias gubernamentales habían puesto empeño y buenos deseos en los intentos de mejorar las condiciones de vida del estadounidense medio, el resultado solo podía calificarse de modesto, por no cargar las tintas. Entre 1977 y 2004, la porción de los ingresos nacionales que, antes de los impuestos y prestaciones, había ido a parar a manos del 1 % superior se había incrementado un 88,8 % (tras la redistribución fiscal, un 81,4 %). Ni el sistema tributario ni el estado del bienestar habían impedido que la porción del 50 % inferior se redujera del 25,6 % al 19,4%.[25] No era una casualidad, desde luego. Los ricos habían explotado todas las fuentes imaginables de influencia y ascendiente para maximizar su situación ventajosa. En palabras del millonario inversor Warren Buffett: «En realidad, hace veinte años que se desarrolla una guerra de clases, y mi clase ha ganado».[26] Buffett estaba tan horrorizado por las consecuencias que, en 2011, tomó la voz para defender las propuestas de

que los ingresos más altos de Estados Unidos tributaran un mínimo del 35 %; Obama respaldó la idea, pero en el Congreso los republicanos la bloquearon.[27] Que un programa de mejora social debiera consistir en que los billonarios bienintencionados se ofrecieran a pagar un poco más por el bien superior de la sociedad estadounidense fue un signo tanto de la decencia personal de Buffett como del desequilibrio extremo de la balanza del poder en el Estados Unidos del siglo XXI.

Para el último eslabón de la cadena, esto no representaba ninguna noticia. Hacía tiempo que las encuestas de opinión, en particular las encargadas por la derecha, dejaban constancia del profundo malestar de la población estadounidense por la forma en que tanto el sistema económico como el político parecían actuar deliberadamente en su contra.[28] A menudo se quitaba hierro a estas ideas, tildándolas de teorías conspiratorias, y a menudo se hacía así con razón. Canales de noticias en internet, como Breitbart, que cobraron prominencia en la estela del movimiento Tea Party, proporcionaron una plataforma a la retórica racial tóxica y antisemita.[29] Pero si uno dejaba de lado el lenguaje emponzoñado y la crudeza de su lógica, la afirmación de que la desigualdad era «sistémica» y que «el sistema» actuaba en perjuicio de la clase trabajadora corriente de Estados Unidos no era paranoica, sino sencillamente realista. Desde una perspectiva del todo distinta, y con una intención asimismo diferente, la izquierda estadounidense siempre había defendido esa idea. De hecho, este escepticismo radical, y no otra cosa, los apartaba de los liberales de centro que dominaban el Partido Demócrata. La izquierda no confiaba en las instituciones. No creía que elegir a los productos bienintencionados de las universidades de élite, para que dirigieran una máquina concebida para favorecer a los ricos, ofreciera ninguna esperanza de cambio fundamental. Según aseveraba un eslogan de Occupy en 2011: «El sistema no está roto: está manipulado».[30] En muchos sentidos, el bloque socialdemócrata fue el último en enterarse. Entre todos los segmentos de la opinión política, ellos eran los que más habían apostado por la idea de que los problemas sociales de Estados Unidos podían resolverse con remedios tecnocráticos y que el instrumento mejor capacitado para provocar este cambio era el Estado. La sensación de crisis empezó a calar hondo de verdad cuando precisamente esta clase de voces empezaron a adoptar perspectivas más radicales.[31]

En una destacada serie de artículos posteriores a las elecciones de 2012, Paul Krugman, en *The New York Times*, transmitió una visión especialmente

oscura de la sociedad, la economía y la política de Estados Unidos. «¿Qué tienen en común los consensos anterior y posterior a la crisis?», preguntaba Krugman en diciembre de 2013.[32] «Los dos han sido económicamente destructivos: la desregulación contribuyó a posibilitar la crisis, y la adopción prematura de la austeridad fiscal ha supuesto el principal obstáculo a la recuperación. Ambos consensos, sin embargo, cuadraban con los intereses y prejuicios de una élite económica cuya influencia política se había disparado a la par que su riqueza [...] Algunos expertos [querrían] despolitizar nuestro discurso económico, hacerlo tecnocrático y no partidista. Pero es hablar por hablar. Incluso en lo que podría parecer que son cuestiones puramente tecnocráticas, la clase y la desigualdad terminan por dar forma al debate, y por distorsionarlo.» Son palabras de un premio Nobel de Economía que, en las décadas de 1980 y 1990, había sido un representante típico de la corriente mayoritaria.

Robert Reich, antiguo ministro de Trabajo del Gobierno de Clinton, exhibió una desilusión similar en ese mismo momento histórico. «Durante un cuarto de siglo —admitió entonces— he estado ofreciendo, en libros y conferencias, una explicación de por qué los trabajadores corrientes de países avanzados como Estados Unidos han perdido terreno y sufren más problemas económicos.» Reich había lanzado un Estado intervencionista contra las fuerzas de la globalización y el cambio tecnológico. Ahora admitía que esto, en buena medida, era «insuficiente», si no «irrelevante», porque pasaba por alto «un fenómeno crucial: la creciente concentración del poder político en manos de una élite empresarial y financiera que ha logrado influir en las normas que rigen la economía [...] El problema no es la dimensión del gobierno, sino para quién gobierna».[33]

Tras los acontecimientos de 2008-2009, y el espectacular desequilibrio en los rescates, ¿acaso alguien podía albergar dudas, en serio, de a quién apoyaba el gobierno? En el ámbito del personal, la puerta giratoria que enlazaba el Tesoro, la Reserva Federal y los principales bancos seguía girando a ritmo constante. En 2014 tanto Bernanke como Geithner pasaron del servicio público a posiciones muy cómodas del sector financiero. Geithner entró en un banco de inversión bien conectado, el Warburg Pincus. Bernanke era consejero del fondo de inversión libre Citadel y presidió un consejo asesor del gigantesco fondo de renta fija PIMCO, propiedad de la alemana Allianz, que contaba también entre sus miembros a Jean-Claude Trichet y Gordon Brown, así como Anne-Marie Slaughter, del equipo de

política exterior de Obama.[34] Parecía una reunión en miniatura de los que en 2008 luchaban contra la crisis. Y tenían mucho que celebrar. El valor de las acciones recuperaba el nivel anterior a la crisis, cuando no lo superaba. Los bancos reconstruían sus balances contables. Mientras acumulaban capital y reservas, los márgenes de rentabilidad estaban por los suelos. Sin embargo, como se pretendía de entrada con las pruebas de resistencia, los ingresos netos anteriores a la provisión rebotaban al alza y el capital adicional daba más seguridad a los bancos. Los gigantes financieros de Estados Unidos estaban ampliando el negocio y se hacían un hueco en mercados abandonados por sus competidores europeos, que pasaban por dificultades.[35]

Claramente, Wall Street gozaba de una relación privilegiada con el gobierno. Después de 2008, nadie podía ponerlo en duda. Pero lo llamativo, concluida la crisis, fue cómo el comentario crítico sobre la economía política de Estados Unidos amplió la mira más allá de los bancos. Al hacerlo así seguía la evolución de los perfiles de la propia economía. Con la llegada del teléfono inteligente y la explosión de las redes sociales, en 2007, la tecnología recobró el brillo que había perdido con el crac de las puntocom. Silicon Valley era la nueva vanguardia del capitalismo estadounidense. Las grandes farmacéuticas seguían acumulando beneficios. Cuando los precios del petróleo renacieron desde los mínimos de 2009, volvieron las grandes petrolíferas y la nueva tecnología de la fracturación hidráulica (*fracking*). Cuando la recesión de 2008-2009 perdió intensidad, pasó a un primer plano, aún más que antes, una tendencia de concentración y oligopolio que iba mucho más allá de Wall Street. Uno de los efectos secundarios de la política de expansión cuantitativa de Bernanke, con sus bajos tipos de interés, fue que a las compañías les resultó enormemente atractivo pedir préstamos para adquirir a sus competidores y así poder sacarlos del mercado. Con tres grandes oleadas de fusión —que culminaron en 2000, 2006 y 2015, sin que las autoridades antimonopolio intervinieran — el capitalismo estadounidense se rehízo constituyendo un modo más concentrado y monopolístico.[36] En 2013 se cosechaban beneficios con una intensidad casi de vergüenza.[37] Incluso quienes estaban en números rojos de forma crónica, como las líneas aéreas, estaban ganando dinero. Pero la rentabilidad extrema estaba en otro lugar. Como se constató en un estudio de Peter Orszag, ex director de la Oficina de Administración y Presupuesto de Obama, ahora en Citigroup, y Jason Furman, presidente del Consejo de

Asesores Económicos de la Casa Blanca, dos tercios de las empresas no financieras que, entre 2010 y 2014, habían obtenido una rentabilidad del capital invertido igual o superior al 45 % «estaban en el sector de la sanidad o de las tecnologías de la información».[38] Lo que permitía que tales beneficios colosales y salarios enormes se concentraran en estos sectores era su peso dominante en el mercado, la protección de la propiedad intelectual y precios con licencia estatal.[39]

Silicon Valley no vio necesario disculparse. La suya era la gran historia de éxito tecnológico y empresarial de finales del siglo XX y principios del XXI. Las normativas antimonopolio, la protección de datos y las molestas inspecciones fiscales, en opinión de Tim Cook, de Apple, eran simple «basura política», badenes anticuados en la autopista al futuro.[40] Según afirmó el oligarca tecnológico Peter Thiel: «No basta con crear valor: uno también tiene que captar parte del valor que crea». Esto dependía del dominio del mercado. «En Estados Unidos impera el mito de la competencia, que se dice que nos ha salvado de la sopa boba del socialismo», pero Thiel no se lo creía; a su entender, «el capitalismo y la competencia son contrarios. El capitalismo se basa en la acumulación de capital, pero en circunstancias de perfecta competencia, los beneficios se pierden. La lección para los emprendedores es clara [...] la competencia es para los perdedores».[41]

Difícilmente encontraremos una exhibición más locuaz del orgullo de los capitalistas sin escrúpulos. Las consecuencias eran terribles. La brutal desigualdad en la distribución de ingresos y riqueza en Estados Unidos era el fruto de activos heredados, reforzado por una transformación económica y tecnológica generalizada y la «guerra de clases» de Warren Buffett, que se extendía a todos los ámbitos de la regulación y desregulación política de la economía. En tal estado de cosas, ¿qué haría falta para contrarrestar el desequilibrio y corregir la pasmosa parcialidad de los resultados? Un socialdemócrata europeo como el amable Thomas Piketty concluyó, a partir de los datos de la desigualdad, que el mundo necesitaba un impuesto global a la riqueza. Este era el mensaje de su importante superventas global, *El capital en el siglo XXI*, que en 2014 redefinió el debate público sobre la desigualdad.[42] Sin lugar a dudas, tal impuesto ayudaría a compensar la tendencia hacia una desigualdad descomunal. Pero en un sistema tan poderosamente polarizado y desequilibrado como el de Estados Unidos, ¿qué relevancia podría tener tal clase de sugerencia bienintencionada? La

propuesta no iba desencaminada. El problema es que pasaba por alto, para empezar, la razón por la que era necesaria: la brutal lucha por el poder y los privilegios que, a lo largo de varias décadas, ha permitido que los más ricos acumulen fortunas monumentales sin que ningún intento serio de redistribución lo haya podido obstaculizar. La respuesta —si existía— ciertamente no era técnica. Era *política*, en su sentido más lato. Al poder había que responderle con poder.

En enero de 2014, Reich fue a declarar al Congreso. «He trabajado en Washington, y sé lo difícil que resulta modificar nada salvo que la opinión pública en general entienda qué está en juego y pida con insistencia una reforma. Por eso necesitamos un movimiento contra la desigualdad económica y a favor de un crecimiento compartido; un movimiento de escala similar al movimiento progresista de finales del siglo [XIX], que inspiró las primeras leyes tributarias y antimonopolio progresistas, el movimiento sufragista que logró que las mujeres pudieran votar, el movimiento sindical que ayudó a dar vida al New Deal de los años treinta y favoreció la gran prosperidad de las tres décadas posteriores a la segunda guerra mundial, el movimiento pro derechos civiles que inspiró la histórica aprobación de la Ley de Derechos Civiles y la Ley del Derecho de Voto, el movimiento ecologista que dio origen a la Ley de Protección Ambiental y otras normas críticas.»[43]

La llamada a las armas de Reich fue vigorosa y convincente. Para arreglar un sistema manipulado, se necesitaba una movilización de gran alcance. Pero como el propio Reich sabía bien, esta conclusión no estaba solo al alcance de la izquierda progresista. De hecho, la derecha estadounidense se adelantó. A diferencia de los progresistas liberales, la derecha libertaria de Estados Unidos nunca había albergado dudas de que el gobierno era un problema; antes al contrario, siempre habían vociferado la denuncia de que era la causa única del problema. La decadencia del país, la incesante consolidación de la desigualdad y la oligarquía, el desastre de 2008, la recuperación para algunos, pero no para todos; todo ello era síntoma de la grave corrupción derivada de la acción gubernamental, atrapada por grupos de interés. La política de Obama contra la crisis era, sencillamente, la última fase. Como respuesta al discurso de Obama sobre la desigualdad, de diciembre de 2013, los locutores de Fox News no vacilaron en recurrir a los extraordinarios datos de Piketty y Saez sobre la asimetría de la recuperación, pero solo para dirigirlos en contra del

presidente: «Dice que quiere eliminar la desigualdad y que, desde el principio, ha buscado una equiparación», pero ¿qué había sucedido con la desigualdad, durante los años de Obama?, preguntaron estos pilares de Fox News. «[Para] el 1 % superior, sus ingresos han crecido un 31,4% entre 2009 y 2012. Y los ingresos de todos los demás, ¿saben cuánto han crecido? Un 0,4 %. Esto son hechos, simples hechos. El 95 % de lo que se ha ganado de más ha ido a parar al 1 % superior. Así que este sistema del que [Obama] está hablando [...] Él es el sistema. ¡Es *su* sistema!»[44]

Por descontado, las leyes sobre fiscalidad, en beneficio exclusivo de la élite, que habían ayudado a crear este resultado extraordinariamente disparejo, las aprobó un Congreso republicano y las mantuvieron en vigor esos congresistas. Pero la polémica es relevante. En Estados Unidos, una gran parte de la derecha estaba de acuerdo con Obama en que el Sueño Americano estaba en crisis, pero a su modo de ver, él era la personificación de todo lo que iba mal. El hecho de que Obama hubiera derrotado a Mitt Romney en 2012 tan solo reforzó la convicción de esa derecha de que los políticos republicanos, los candidatos reales, eran tremendamente inadecuados. Con un candidato como Romney, un banquero de clase alta, los republicanos nunca lograrían el cambio que buscaban. En 2013, mientras los demócratas seguían calmados por el suave perfume de la segunda victoria de Obama, la derecha contraatacó. Eligió como blanco la principal iniciativa social del primer mandato de Obama: la reforma sanitaria. Tomarían por rehén al presupuesto.

III

En 2011, el sector parlamentario del Tea Party estuvo a punto de arrastrar al país a una crisis fiscal. Lo evitó un acuerdo de última hora por el que un «supercomité» integrado por miembros de los dos partidos estudiaría recomendaciones para reducir el déficit. Que este no lograra establecer conclusiones comunes, en enero de 2012, significó que en enero de 2013 se activaría un «secuestro»: un recorte automático del presupuesto, que afectaría la maquinaria gubernamental al completo, incluida la defensa.[45] Este mecanismo no discrecional era popular entre los partidarios de la reforma fiscal de Rubin.[46] Entre los defensores más convencidos e influyentes de los recortes estaba la coalición de intereses empresariales y conocedores del mundo de Washington reunida por Peter G. Peterson en la

campaña Fix the Debt («Arreglad la deuda»).[47] En particular, abogaban por recortar las subvenciones sociales y, a tenor de su desconfianza ante la clase de «basura política» que frustraba por igual a los hombres de negocios y los expertos en gestión política, un «secuestro» automático distaba de ser el peor de los mundos posibles. En palabras de Peter Orszag, ex director de presupuesto de Obama, en la estela del primer choque presupuestario con el Tea Party, en octubre de 2011: «Para resolver los graves problemas a los que nuestro país se enfrenta, debemos minimizar el daño derivado de la inercia legislativa, confiando determinadas decisiones a las medidas automáticas y las comisiones despolitizadas. En otras palabras, por radical que suene: debemos contrarrestar el bloqueo de nuestras instituciones políticas haciéndolas un poco menos democráticas [...] Es necesario desechar el cuento de hadas que aprendíamos en la escuela sobre la pura democracia representativa y, en su lugar, empezar a levantar un nuevo conjunto de normas e instituciones con las que la inercia legislativa resulte menos perjudicial, a largo plazo, para la salud de nuestra nación».[48]

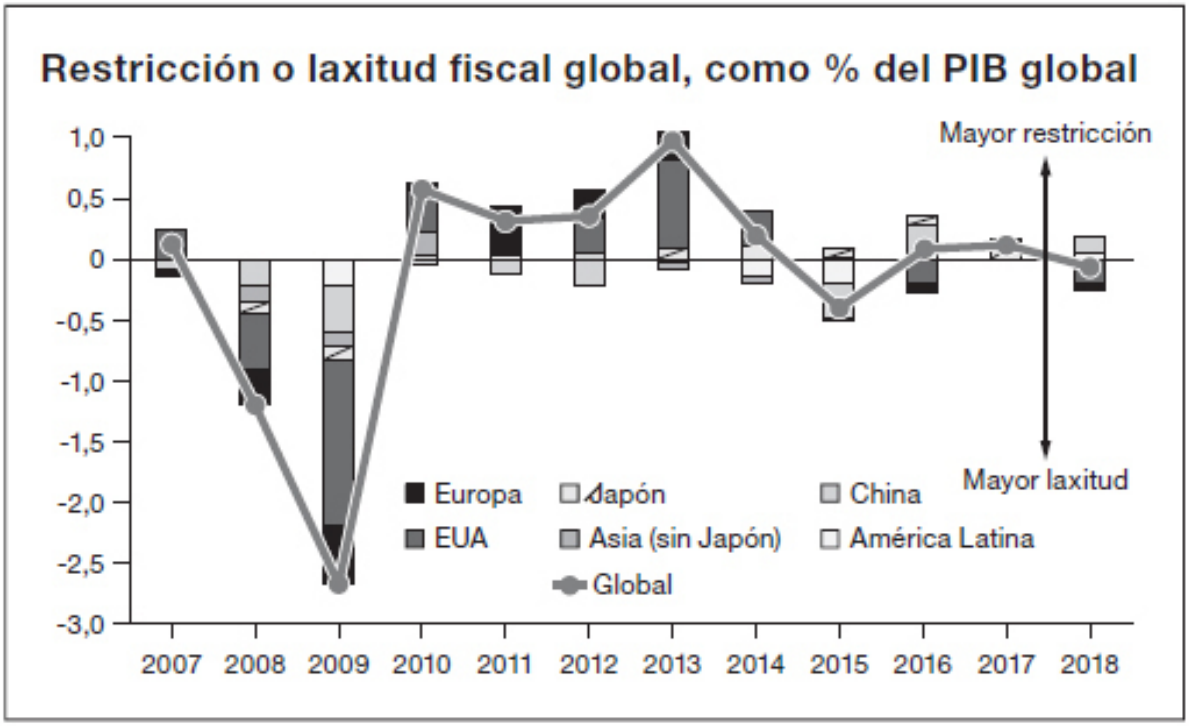
Si no se actuaba para impedirlo, los recortes automáticos que vendrían en 2013 serían colosales: 563.000 millones de dólares en un solo año, un antiestímulo contractivo que bien podría provocar una nueva recesión. Para evitar este desastre se iniciaron nuevas negociaciones, no poco tensas, con la esperanza de llegar a un pacto. El que se presentó como «gran trato» negociado entre Obama y Boehner en 2011 ponía de manifiesto los desequilibrios de la política manipulada de Washington. A cambio de un poderoso recorte de las ayudas se acordó un incremento selecto de algunos impuestos aplicables a los hogares más acomodados, pero dejando aparte a las empresas que «creaban empleo» y «generaban crecimiento». Para la izquierda, resultaba inaceptable.[49] La campaña principal de reducción del déficit estuvo marcada por los conflictos de interés. Muchos de los grandes paladines del recorte de las subvenciones pertenecían a grupos de presión que abogaban por determinadas exenciones fiscales. Según la expresión cínica de un observador: «En Washington es más fácil obtener la atención como “halcón” del déficit que como “cuco” de las empresas».[50] Entre tanto, el grupo de cabildeo de Peterson se esforzó por aparentar que el movimiento proausteridad era juvenil y de base, pero el intento fue irrisorio. Su campaña incluía la circulación de un autobús por los campus universitarios, con el lema «The Can Kicks Back»;[*] un estrafalario vídeo de YouTube en el que se convenció al venerable senador Alan Simpson de que

bailara a lo *Gangnam style*, y un intento chapucero de inundar el Congreso con cartas de supuestos adolescentes indignados con la deuda que sus abuelos amenazaban con legarles. La apariencia buscada de movimiento natural no lograba disimular la artificialidad del conjunto.[51]

Revelar la posverdad del grueso de la campaña por la austeridad dio lugar a buenos artículos de prensa. A la izquierda también le pareció razonable centrar el fuego en personajes del tipo de Peterson, Orszag, Simpson y Bowles, de quienes se creía que eran los que cortaban el bacalao en Washington. Con lo que nadie contaba fue con la asombrosa energía y agresividad de la extrema derecha, que no aspiraba a reducir el gobierno, sino a obligarlo a detenerse por completo. El sector del Tea Party, dentro del Partido Republicano, era un grupo reducido, resuelto y bien financiado. En lo que respectaba a la reducción del déficit, solo pensaban aceptar recortes del gasto. Y el gasto que querían cortar, antes que nada, era el programa asistencial de Obama (el «Obamacare»), que consideraban una amenaza «socialista» letal para el futuro de Estados Unidos. Los líderes republicanos quizá se inquietaban ante la posibilidad de perder a los votantes de centro; eran conscientes de que la crisis presupuestaria de 2011 no había sentado bien al electorado. Pero el núcleo duro del Tea Party no quería escuchar. Para los talibanes de la derecha era obvio que Romney había perdido por su moderación, porque estaba de acuerdo a transigir en temas de inmigración y sanidad. La única forma de recuperar al electorado —al menos, al de aquellos distritos electorales del Congreso que estaban manipulados por los republicanos— era adoptar la línea más dura posible.

En enero de 2013 los dos partidos no habían alcanzado ningún acuerdo. Gracias a un parche legal, el «secuestro» automático quedó cancelado durante dos meses. Entre tanto, el límite de endeudamiento se elevó lo suficiente para cubrir los gastos hasta mayo. Como una parte importante de los republicanos se mostró dispuesta a aceptar un incremento moderado de la presión fiscal sobre los más ricos y las grandes herencias, parecía que la crisis se podría evitar. Pero el tiempo corría. El 1 de marzo, el recorte automático entró en vigor y afectó los presupuestos de las fuerzas armadas, la Agencia Federal de Gestión de Emergencias (FEMA, por sus siglas en inglés), el FBI, la Administración de Alimentos y Medicamentos (FDA, por sus siglas en inglés) y la Comisión de Bolsa y Valores (SEC, por sus siglas en inglés). El aparato gubernamental de Estados Unidos empezó a entrar en hibernación.[52] En 2013, la lenta recuperación económica del país se vio

ralentizada todavía más por un ajuste fiscal equivalente a casi el 1 % del PIB global. Si en 2008-2009 Estados Unidos se había caracterizado por ser mucho más expansivo que la Unión Europea, pasó a ser mucho más contractivo.



Fuente: Credit Suisse.

Entre tanto, para que las funciones básicas del gobierno no se interrumpieran, se aprobaron autorizaciones de gasto *ad hoc*, con el fin de cubrir al gobierno federal hasta septiembre. El 21 y el 23 de marzo y el 10 de abril, primero el Congreso, luego el Senado y por último la Casa Blanca hicieron propuestas presupuestarias específicas. El Senado y la Casa Blanca plantearon modelos similares en cuanto a la reducción del déficit (1,8-1,9 billones de dólares en un período de diez años) y el equilibrio de los recortes de gasto e incrementos de impuestos que defendían.[53] Los republicanos, en la Cámara Baja, se movían por otro mundo. Exigían un recorte muy superior (de 4,6 billones en diez años) que se debía lograr tan solo mediante una reducción del gasto. El Congreso se negó a estudiar el presupuesto del Senado y ni el Senado ni la Cámara Baja votaron sobre la propuesta de la Casa Blanca. La falta de coherencia de la política fiscal de Estados Unidos estaba llegando a una nueva cima. El 19 de mayo el techo

de deuda recuperó un nivel que cubría lo solicitado en préstamo desde la suspensión de febrero, pero no preveía más endeudamiento. El Tesoro, por lo tanto, tuvo que recurrir a los métodos que ya había empleado en 2011: vaciar la caja del gobierno y gastar las reservas. A mediados de octubre, el Tesoro agotaría sus fondos y se vería obligado a establecer prioridades en el pago de las facturas, el equivalente a un impago selectivo. Con el fin prepararse para esta contingencia, la corriente central de los republicanos planteó, en mayo de 2013, una ley que asegurase el pago, por lo menos, a los titulares de bonos del Estado.[54] Para John Boehner, el líder de los republicanos en el Congreso, de mentalidad convencional, parecía un primer paso razonable para ordenar los asuntos del gobierno federal en caso de bancarrota. Pero los demócratas no tenían ningún interés en facilitar lo inimaginable, y la idea de que se pagara antes a los acreedores chinos que a los militares en servicio y receptores de la seguridad social no tenía recorrido político. La propuesta republicana no tardó en ser apodada «Ley del "paga primero a China"» y los demócratas la rechazaron; Obama anunció que si la norma se aprobaba, él la vetaría.

El verano pasó sin ningún acercamiento y, el 25 de septiembre de 2013, el Tesoro anunció que el 17 de octubre se quedaría sin liquidez. Nancy Pelosi recordó a Boehner el sacrificio que los demócratas habían realizado para que el presidente Bush pudiera aprobar el Programa de Rescate de Activos Problemáticos (TARP).[55] Pero el llamamiento no conmovió a una mayoría republicana que no guardaba especial buen recuerdo de los años de Bush y contemplaba con terror la posibilidad de que el Tea Party —que desdeñaba tanto el TARP como los rescates— lo adelantase por la derecha. Como los republicanos siguieron exigiendo recortes drásticos y la privatización de Medicare, no hubo forma de llegar a un acuerdo, y el 1 de octubre de 2013, a las 12.01 de la madrugada (hora del Este), el gobierno entró en parálisis parcial y hasta 850.000 empleados federales quedaron en situación de permiso temporal no retribuido.[56] La Casa Blanca tuvo que suspender los viajes del presidente al extranjero. En la cumbre del Foro de Cooperación Asia-Pacífico (APEC, por sus siglas en inglés), celebrada en Indonesia, el presidente estadounidense no pudo reunirse con su homólogo chino. Hasta el 16 de octubre, unas horas antes de que expirase el plazo último del Tesoro, el Senado no aprobó una resolución de continuidad para financiar al gobierno hasta febrero de 2014, un recurso temporal que los

líderes republicanos aceptaron cuando comprendieron qué daño político les estaba originando el enfrentamiento.

IV

Aunque se evitó un desastre, es importante no dar normalidad a lo que sucedió. El ala derecha radical del Partido Republicano, formada por nacionalistas xenófobos, muchos de ellos fanáticos de la Iglesia Evangélica, con una visión del mundo próxima a la *alt-right* o «derecha alternativa» (o al nacionalismo extremo de Pat Buchanan y su «primero, América»), un grupo cuyo núcleo central suponía el 10 % de la Cámara Baja, había amenazado con paralizar al Estado nacional más importante de todo el sistema global. Según vomitó Steve Bannon —editor del canal de noticias Breitbart, jaleador del Tea Party y figura emergente de la derecha alternativa— ante un periodista del *Daily Beast*, en noviembre de 2013: «Soy leninista. Lenin quería destruir el Estado y eso quiero yo también. Quiero que todo se venga abajo, no dejar nada de la clase dirigente actual».[57] Para la gente de posiciones similares a las de Bannon, la crisis de 2008 y el rescate habían marcado un claro punto de inflexión en la historia de Estados Unidos. La mañana del 18 de septiembre de 2008, cuando el alarmismo de Bernanke y Paulson asustó al presidente Bush y lo movió a aprobar el plan TARP, marcó un punto sin vuelta atrás. En este momento —según Bannon— la amenaza de hundimiento del sistema puso de manifiesto la auténtica estructura del poder: «Estamos cabeza abajo; las democracias industriales de nuestros días tienen un problema que antes nunca habíamos tenido; el apalancamiento es excesivo [...] y hemos levantado un estado del bienestar que es del todo y por entero insostenible».[58] Estados Unidos solo podía salvarse librando una batalla a muerte contra la élite liberal y el Estado que esa élite había forjado a su imagen. Y si esto no complacía a las altas esferas de un Partido Republicano fracasado, tanto mejor.

Como desafío a la estructura de poder, Robert Reich había llamado a crear una nueva era progresista, un nuevo movimiento pro derechos civiles, un movimiento que no temiera poner en duda el *statu quo*, a todos los niveles. Pues bien, el desafío estaba en marcha, pero lo había planteado la derecha, no la izquierda. El mundo no daba crédito. La edición japonesa de *Newsweek* llegó a los quioscos anunciando: «Estados Unidos en ruinas: una superpotencia se destruye a sí misma». *The Wall Street Journal* habló de

que una ola de «Shutdownfreude»* recorría Europa, porque por una vez era Estados Unidos, y no la zona euro, quien estaba en la picota de la opinión pública global.[59] *Der Spiegel* se preguntaba, en tono sombrío: «Estados Unidos se ha avergonzado a sí mismo en la escena global [...] ¿Es esto propio de una superpotencia?».[60] A ello cabría responder tal vez que solo una superpotencia podía permitirse esa clase de comportamiento... pero ¿durante cuánto tiempo podría Estados Unidos mantener esa posición si, internamente, el país estaba tan dividido que era incapaz de decidir si satisfacía las deudas o bien pagaba a sus soldados? Como era de esperar, Xinhua, la agencia de noticias oficial china, se mostró muy crítica. El editorialista Liu Chang escribió: «Mientras los políticos estadounidenses, de los dos partidos, siguen yendo y volviendo de la Casa Blanca al Capitolio sin alcanzar ningún acuerdo viable para llevar la normalidad a ese organismo político del que se pavonean, quizá sea un buen momento para que el mundo, aturdido, empiece a sopesar la creación de un mundo desamericanizado».[61] En un tono más ligero, un cómico canadiense residente en China comentó: «Los chinos se deben estar preguntando: ¿Cuándo emprenderá Estados Unidos una reforma de verdad? ¿Cuánto tiempo puede sobrevivir este sistema? ¿Dónde está el Gorbachov de Estados Unidos?».[62]

No solo los extranjeros se preocupaban. Si el Tea Party podía convertir el Partido Republicano en un instrumento para atacar la solvencia del Gobierno de Estados Unidos, ¿qué quedaba a salvo? Hasta entonces, el Tea Party se había centrado en el Obamacare. ¿Qué haría después? En 2014, la derecha republicana bloqueó la reforma de la inmigración y se negó a financiar el Banco de Exportación e Importación, dos prioridades del mundo de los negocios de Estados Unidos. En el G20, los estadounidenses se vieron obligados a admitir que la financiación del FMI era rehén de sus adversarios republicanos, contrarios al aborto, que querían excluir la contracepción del Obamacare.[63] ¿Y si los fanáticos republicanos pasaban a dirigir la mira contra la política comercial o la independencia de la Fed?

Por supuesto, en materia de fiscalidad y bienestar había empresas alineadas con el Tea Party. El grupo de presión del carbón quería eliminar la regulación ambiental. Una camarilla de oligarcas de derechas vio en el movimiento un vehículo adecuado para una contrarrevolución cultural y socioeconómica.[64] Pero tras la batalla librada por el presupuesto de 2013, el sector dominante de los líderes empresariales de Estados Unidos ya no

podía hacer caso omiso del problema. Durante el invierno de 2013-2014, la Cámara de Comercio se movilizó no en contra del sindicalismo, sino frente a la insurgencia republicana. En las elecciones de 2014, mediado el segundo mandato de Obama, la Cámara tuvo como eslogan «Sin tontos en nuestras filas», en referencia indirecta al Tea Party.[65] En palabras de un portavoz de la entidad: «La muchedumbre que quiere presentarse en Washington para hacerlo pedazos y clausurar el lugar, para nosotros se están pasando de la raya [...] Que se pueda gobernar es importante».[66]

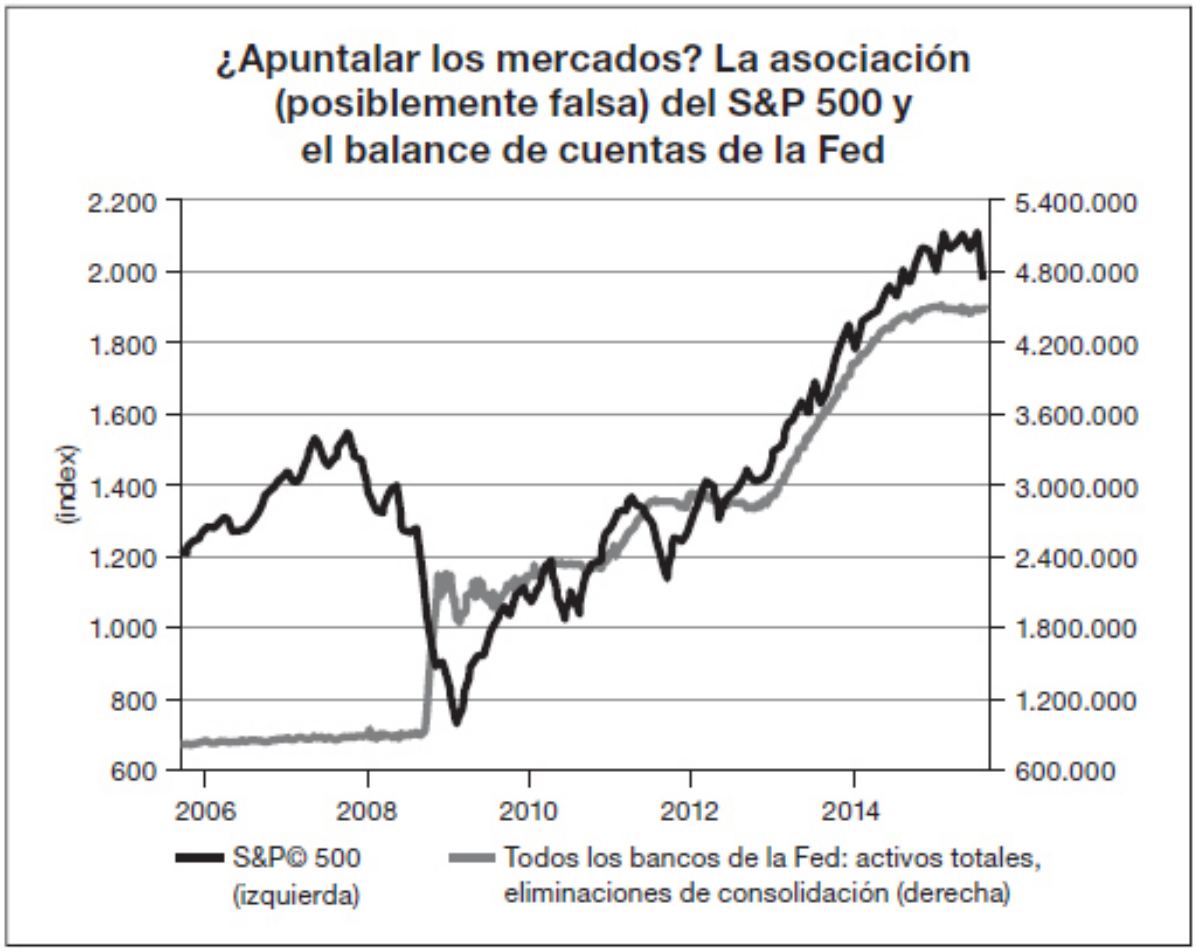
En 2014 había signos claros de reordenación. Mientras el Tea Party lanzaba invectivas contra los «intereses particulares» que habían «pasado a dominar nuestra cultura política» y criticaba a los «políticos interesados» y «las graves interferencias de una élite poderosa», los candidatos demócratas se anunciaban a sí mismos como socios atentos a las necesidades del mundo empresarial.[67] En palabras del senador Chuck Schumer, de Nueva York: «En toda una serie de cuestiones, los demócratas y las empresas estamos en el mismo bando [...] El Tea Party ha arrastrado al Partido Republicano hasta una posición tan derechista que ahora los empresarios se hallan más próximos a la corriente central demócrata que a la republicana».[68] El movimiento que había empezado a manifestarse durante el rescate bancario de 2008 se estaba consolidando. En nombre del nacionalismo y del Sueño Americano, la derecha había pasado a abogar por una revolución sistémica, mientras los dirigentes del Partido Demócrata llenaban el espacio central que los republicanos habían abandonado. Nadie enarboló la bandera de una ambiciosa campaña progresista en defensa de una mayor igualdad.

Capítulo 20
TEMOR AL *TAPERING*[*]

El hecho de que los asombrosos acontecimientos vividos en el Congreso en 2013 no causaran una crisis inmediata en el mercado de los títulos de deuda nos indica que los títulos del Tesoro estadounidense seguían siendo considerados como el activo globalmente más seguro. Aunque chinos y alemanes mostraron alguna queja y el mercado experimentó un sobresalto, la demanda de los bonos estadounidenses se recuperó con rapidez. En última instancia, el mercado de los pagarés emitidos por los contribuyentes estadounidenses estaba suscrito por la Reserva Federal. A diferencia del BCE, el banco central de Estados Unidos no dejaba dudas de que garantizaba la deuda de su gobierno. Las adquisiciones de la tercera fase de la expansión cuantitativa prestaron un apoyo inmediato, mantuvieron los precios altos y los tipos bajos. Esto representó por lo menos un punto de estabilidad para los inversores globales. Pero tras lo sucedido en 2013, había temas que era inevitable abordar. ¿Acaso la estabilidad generada por la Fed había tenido como efecto secundario indeseado liberar la política de las restricciones del mercado y, en consecuencia, permitir el extremismo de los republicanos? Que Estados Unidos fuera capaz de lidiar con crisis presupuestarias de corto plazo, como las de 2011 y 2013, ¿llevó a los contemporáneos a subestimar los peligros futuros que podía conllevar la degeneración de la democracia estadounidense? ¿Durante cuánto tiempo las intervenciones tecnocráticas de la Fed podrían compensar tanto la ausencia de brillo de la recuperación económica estadounidense como la debilidad del brazo legislativo? ¿Cuánto tiempo podría mantener la Fed la tercera fase de la expansión cuantitativa, cuándo iniciaría una reducción escalonada en la compra de bonos de deuda pública (lo que se conoce como *tapering*)? En comparación con el caos de la política fiscal, se trataba de cuestiones «normales» de política monetaria, salvo que desde 2008 no existía nada parecido a una política monetaria normal. La enorme expansión del balance contable de la Fed estaba sosteniendo no solo el sistema bancario de Estados Unidos, sino el conjunto del sistema del dólar. Además, la Fed no solo había ampliado su balance, sino que había modificado su composición.

Al adquirir valores a largo plazo a cambio de reservas de metálico, la Fed había absorbido en sus libros el desfase de vencimientos que había deshecho el sistema bancario paralelo. Tras las sucesivas fases de la expansión cuantitativa, la Fed era quien poseía ahora los valores a largo plazo frente a los pasivos de corto plazo, tales como el metálico y los depósitos de los bancos estadounidenses y europeos.

Pese a la angustia de algunos halcones de la inflación, la estabilidad no corría peligro de forma inmediata. A los bancos les parecía bien mantener sus reservas de metálico en la Fed. Si los tipos de interés subían, la Fed, al ser uno de los mayores titulares de bonos, sufriría una mengua de capital; pero esto quedaba más que compensado por los 350.000 millones de dólares que la Fed había pagado al Tesoro entre 2008 y 2013.[1] Seguía abierta, en cambio, la cuestión de las probables repercusiones que tendría, en los mercados financiero y monetario, un cambio de comportamiento de la Fed. Todo intento de moderar la adquisición de bonos por parte de la Fed —no digamos, revertir la posición— conllevaba un ajuste importante en la voluntad de los mercados de absorber no solo un mayor volumen de títulos, sino también parte del desfase de vencimientos que la Fed había asumido. Y esto tendría que ocurrir al mismo tiempo que los tipos de interés a corto plazo empezaban a moverse al alza. Si, por otro lado, la Fed daba continuidad a la tercera fase de la expansión cuantitativa, su balance general seguiría inflándose, los precios de los títulos continuarían siendo altos, los tipos de interés no abandonarían su proximidad al cero y se acumularían todavía más desequilibrios. En 2008, la Fed había iniciado un vertiginoso camino por la cuerda floja que no había forma de interrumpir para regresar a las certezas de la gran moderación.



Fuente: Banco de Datos Económicos de la Reserva Federal (FRED, por sus siglas en inglés).

I

Tanto en Estados Unidos como en el extranjero, la Fed, con su política de bajos tipos de interés, creó un clima de inversión sobrecalentado. Con su programa de compra de títulos, que hacía subir el precio de los bonos y bajar los rendimientos, la Fed incentivaba a los inversores a alejarse de los bonos y situar sus fondos en valores más rentables, pero de mayor riesgo. No hay consenso en torno de hasta qué punto este impulso podría explicar la explosión del mercado bursátil. Los datos econométricos apoyan, sobre todo, que la primera fase de la expansión cuantitativa contribuyó a que en 2009 se diera una primera etapa de recuperación del mercado bursátil.[2] Pero para los típicos paladines de Wall Street, la asociación visual entre el balance contable de la Fed y el alza del índice S&P 500 era plenamente significativa. Como un estratega de Citigroup dijo al *Financial Times*:

«Todo gira en torno de la política monetaria. Lo que está impulsando las cosas no es la economía subyacente, es la liquidez del banco central».[3] En 2008 la Fed había intervenido para detener la implosión del mercado. Había bombeado billones en el sistema financiero. Ahora los mercados estaban atentos a cualquier cosa que la Fed pudiera decir.

Los inversores buscaban rendimientos mayores, no solo en títulos estadounidenses, sino también en acciones de otros países. El dólar era barato para todos. Cualquier inversor que quisiera apostar con los movimientos de los tipos de cambio podía obtener préstamos baratos en dólares e invertir en mercados emergentes de alto rendimiento. Contando con que el dólar no se apreciaría bruscamente antes del vencimiento de la deuda, sería una provechosa operación de acarreo.[4] Mediado 2015, gobiernos y empresas de fuera de Estados Unidos habían acumulado 9,8 billones en deuda denominada en dólares.[5] En buena medida, estos títulos estaban en manos de economías ricas del mundo desarrollado. Pero 3,3 billones de dólares correspondían a prestatarios de mercados emergentes, ya fueran gubernamentales o privados. Desde el punto de vista de un inversor a la caza de rentabilidad, cuanto más exóticos fueran los títulos, mejor. En septiembre de 2012 Zambia emitió su primer bono denominado en dólares. Con un modesto cupón del 5,6 %, una oferta de 750 millones de dólares atrajo peticiones por valor de más de 11.000 millones.[6] Un año después, una empresa de pesca de atunes, respaldada por el Estado de Mozambique, recaudó 850 millones de dólares. En total, en 2012-2013, los emisores soberanos de África recabaron 17.000 millones de dólares en financiación mediante obligaciones.[7] En mayo de 2013 el auge culminó con el bono de diez años, de 11.000 millones de dólares, emitido por Petrobras, la compañía petrolífera estatal de Brasil. Representó la mayor emisión de títulos de una corporación de un mercado emergente. La demanda fue tan elevada que la rentabilidad de la emisión de Petrobras se redujo a un escaso 4,35 %, inferior a la de muchos títulos soberanos.[8]

Este interés global por la deuda de los mercados emergentes era emocionante, desde el punto de vista de los prestatarios. Pero también los exponía a peligros graves. Fondos enormes, de gestión agresiva, se apiñaban en mercados restringidos. Según señaló el FMI, dado que las quinientas compañías mayores de administración de activos poseían más de 70 billones de dólares en sus carteras, la simple reasignación de un 1 % implicaba un flujo de entrada o salida de un tipo de activos por valor de

700.000 millones. Esto bastaba para que un mercado emergente se hallara en dificultades, por exceso o por defecto. La retirada de fondos que ya había causado esta clase de tensión en 2008, por la periferia de la economía mundial, tan solo había ascendido a 246.000 millones de dólares. El influjo sin precedentes que transformó las perspectivas de esas mismas economías en 2012 fue de 368.000 millones de dólares.[9] Esta desproporción creaba riesgos para los emisores, pero también podía ser una causa de malas noticias para los inversores. Si se producía una oleada repentina de retiradas, la reducida dimensión de los mercados financieros emergentes amplificaría el efecto de estampida.[10] Si la Fed daba marcha atrás y una gran cantidad de dinero volvía a fluir a Estados Unidos, ¿quién sería el primero en vender? ¿Quién saldría del paso sin sufrir pérdidas fatales?

Según datos del BPI, entre 2008 y 2014, los fondos profesionales incrementaron lo invertido en mercados de renta fija y variable, pasando de 0,9 a 1,4 billones de dólares.[11] Si relacionamos estas cifras con los totales globales, que ascendían a decenas de billones, no son cantidades colosales. Pero eran comparables a las existencias de activos tóxicos de alto riesgo que habían causado tanto daño en 2007-2008, y a las deudas de Grecia, España e Irlanda, que habían desestabilizado la eurozona en 20102012. Después de las *subprime* y de la deuda soberana de la eurozona, ¿los mercados emergentes protagonizarían la tercera parte en una «trilogía» de las crisis de deuda?[12]

Como era de esperar, los responsables financieros de mercados emergentes en ebullición, como Brasil, se quejaron por el influjo de capital volátil estadounidense. En la cumbre del G20 de Seúl, en noviembre de 2010, habían arremetido contra Bernanke por adoptar la segunda fase de la expansión cuantitativa, bajar los tipos de interés de Estados Unidos y permitir que el dólar cayera. En 2013 muchos mercados emergentes habían dejado atrás la guerra verbal e introducido controles de capital. Brasil, Corea del Sur, Tailandia e Indonesia tomaron medidas para restringir la entrada de fondos y frenar la apreciación de sus divisas. Quince años antes, cuando el «consenso de Washington» estaba en su apogeo, esto se habría considerado inaceptable. Limitar el movimiento del capital internacional era apartarse de la gran política de liberalización de las décadas de 1970 y 1980. Pero los defensores de la revolución de los mercados no habían previsto ni las crisis de los mercados emergentes durante los años noventa ni una política monetaria de la escala de la expansión cuantitativa. Frente al

colosal flujo del ciclo de crédito global, amplificado por el efecto indirecto de la lucha de la Fed contra la crisis, se aceptó, aun a regañadientes (incluso por parte del FMI) que controlar el capital era una necesidad pragmática.[13] Según una imagen de la revista *The Economist*, era «como si el Vaticano hubiera dado su bendición al control de la natalidad».[14]

II

En lo que atañía a los mercados, todo dependía de cuándo y cómo cambiara su rumbo la Fed. Volviendo a 2013, Bernanke había puesto en marcha el gigantesco programa de adquisición de títulos de la tercera fase de la expansión cuantitativa, que había inundado el mundo de liquidez en dólares, condicionada al mercado de trabajo de Estados Unidos. Había prometido que los tipos de interés seguirían siendo extraordinariamente favorables mientras el desempleo no cayera por debajo del 6,5 %. En la primavera de 2013, cuando la economía estadounidense ya vislumbraba ese objetivo, la Fed empezó a dar pistas. Había llegado el momento en el que sopesaría ralentizar el ritmo de la adquisición de activos. Era una jugada delicada. La Fed no quería una reducción demasiado brusca. El mercado de trabajo todavía no se había recobrado del todo. La lenta recuperación ante la que Larry Summers había expresado su inquietud quizá no resistiría un repunte súbito de los tipos de interés. Para los inversores, por su parte, era crucial adelantarse al movimiento. Si sabían que la Fed subiría los tipos en un futuro inmediato y los precios de los títulos caerían, querían ser los primeros en vender. Por descontado, nadie sabía con certeza si la Fed iniciaría ese proceso de *tapering*, o cuándo. Por ello mismo, otra razón de vender era poner a prueba la determinación de la Fed. Según Richard Fisher, presidente de la Fed de Dallas, y ex gestor a su vez de un fondo de inversión libre, le dijo al *Financial Times*, con una expresividad típica: «A los mercados les gustan las pruebas [...] No hemos olvidado qué le pasó al Banco de Inglaterra [cuando George Soros tumbó la libra esterlina en el MEDE, en septiembre de 1992]. No creo que nadie pueda doblegar a la Fed [...], pero sí creo que el gran capital se organiza de un modo que recuerda a los cerdos asilvestrados. Si detectan una debilidad, un mal olor, se lanzan a por ello».[15] Para Fisher, dada esta tendencia a la acción colectiva, «tenía sentido» que la Fed «socialice la idea de que la expansión cuantitativa no es una calle de un solo sentido». Pero dada la probabilidad de que un gran

aumento de los tipos de interés afectara a la frágil recuperación, Fischer no esperaba que Bernanke pasara, de la noche a la mañana, «de la mano abierta a la mano cerrada». Los animales silvestres debían tener cuidado de no confundir ser los primeros con presentarse antes de hora.

El 17 de mayo de 2013, Bernanke se lanzó al agua. Dijo al Congreso: «Si seguimos viendo una mejora continua y tenemos confianza en que será sostenida, entonces en las próximas reuniones podríamos reducir un tanto el ritmo de las compras».[16] A los mercados no les pasó por alto. Más adelante, a las 2.15 de la tarde del 19 de junio de 2013, Bernanke hizo un anuncio más concreto. A condición de que los datos económicos siguieran siendo positivos, el FOMC, en la futura sesión sobre política monetaria de septiembre de 2013, aprobaría reducir las adquisiciones mensuales de títulos de 85.000 a 65.000 millones de dólares. El programa de compra de bonos podría haber concluido del todo a mediados de 2014. Pese a las semanas de preparativos, la declaración de Bernanke provocó un auténtico estallido de pánico (el episodio se conoce popularmente como *taper tantrum*, «jaleo por la reducción»). En cuestión de segundos, la rentabilidad subió del 2,17 al 2,3 %; dos días después estaba en el 2,55 % y alcanzaría un máximo del 2,66 %. Eran cambios menores, en términos absolutos, pero representaban un incremento de los costes por intereses de casi el 25 % e infligieron la correspondiente pérdida de capital a los titulares de los bonos. Los mercados de renta variable tuvieron una reacción empática y perdieron un 4,3 % en cuestión de días.

En los mercados emergentes, el anuncio de Bernanke en mayo ya había bastado para provocar una reacción violenta. Si la Fed reducía las compras, los precios de los bonos empezaban a disminuir y la rentabilidad recibía un empujón al alza, entonces los mercados emergentes quedarían sometidos a una doble presión. No solo deberían ajustar sus tipos tanto como lo hiciera Estados Unidos, sino que vivirían un efecto de amplificación por medio de la tasa cambiaria. Como explicó *The Economist*: «un volumen de deuda en dólares es como una posición corta», es decir, una posición especulativa que calcula que el tipo de cambio del dólar no variará o descenderá.[17] Un aumento del tipo de interés de la Fed no solo suponía incrementar el coste del endeudamiento, sino también, probablemente, un ascenso paralelo del dólar. Los prestatarios de los mercados emergentes, por su exposición, intentarían cubrir el riesgo asumido en dólares, ampliando el ajuste de la divisa y con ello reforzando la presión sobre otros emisores en dólares. Ya

en la primavera de 2013, cuando los mercados empezaron a mostrar inquietud por los pasos inmediatos de Bernanke, los mercados emergentes notaron esa presión. Para estos mercados, el *boom* de la financiación había concluido. Los tipos de cambio de los países que Morgan Stanley denominaba «los Cinco Frágiles» —Turquía, Brasil, la India, Suráfrica e Indonesia— experimentaron una caída precipitada. Los inversores occidentales retiraron su dinero.[18] Los tipos de interés subieron para contrarrestar el efecto de «aspiradora» de la política de la Fed.[19] Los controles de capital introducidos para contener el influjo excesivo no impidieron que el dinero extranjero se marchara, pero al menos limitaron la importancia de los daños. Según comentó un responsable del banco central de Brasil: «Sabíamos que esto iba a pasar y nos habíamos preparado».[20]

Desde Estados Unidos, algunos observadores comentaron con severidad que el ciclo de crédito global no estaba escrito en las estrellas.[21] Los países que habían permitido la apreciación de sus divisas habían estado sujetos a un influjo de fondos menor. A su vez, cuando el ciclo de crédito global se invirtió, no todos perdieron la financiación al mismo ritmo. Entre los mercados emergentes, se vieron afectados con mayor dureza los que no se hallaban en posiciones financieras sólidas. El ajuste de la Fed iba a ser duro para todos, pero si no habían puesto orden en sus presupuestos, la culpa era solo suya.[22] Esto tenía sentido en cuanto mensaje moral y a su vez surtía el conveniente efecto de desviar la responsabilidad de Estados Unidos. Los mercados emergentes debían ocuparse de su propia suerte. Pero los datos no confirmaron estas afirmaciones. Entre esos mercados, los que más perdieron, de hecho, tendieron a ser los que habían atraído los mayores influjos de capital extranjero, que también tendían a ser los que poseían una mejor salud financiera.[23] En todo caso, esta clase de verdades desagradables sobre la disciplina fiscal llegaba tarde para los que ahora se enfrentaban a las restricciones de financiación. Algunos se pusieron manos a la obra. Raghuram Rajan, el antiguo economista en jefe del FMI que se había mostrado crítico con la euforia de los mercados financieros, se ganó el respeto ajeno como gobernador del banco central de la India elevando los tipos y estabilizando la rupia.[24] Pero el jaleo derivado de la reducción también puso a prueba la resistencia política, no solo la financiera. No todos los gobiernos respondieron con ecuanimidad a una presión externa tan abrupta. Cuando la referencia a una reducción en el programa de compra de títulos afectó a la divisa turca en mayo de 2013, el presidente Erdoğan

afrontaba un desafío interior radical, pues al mismo tiempo unos manifestantes chocaban con los antidisturbios en el parque estambulí de Gezi.[25] Para Erdoğan, la interpretación de esta coincidencia era evidente: no había tal coincidencia; la presión sobre su gobierno —tanto la política interior como la económica exterior— formaba parte de una «conspiración de fuerzas extranjeras no especificadas, banqueros y medios de comunicación locales e internacionales» que pretendían forzar un cambio de régimen.[26] Esta presión, a juicio de Erdoğan, afectaba por igual a todos los países que se atrevían a exigir un lugar más destacado en el escenario mundial: países como Brasil y Turquía. «[L]os símbolos son los mismos, los pósteres son los mismos, Twitter y Facebook son los mismos, los medios internacionales son los mismos. Están dirigidos desde el mismo centro [...] el mismo juego, la misma trampa, el mismo objetivo.» Todos estaban en el ajo: los dueños de las redes sociales, en Silicon Valley, los representantes de la cruzada liberal en el Departamento de Estado, la Fed, todos. En un discurso incendiario denunció las conexiones entre los bancos privados turcos, los grupos de capital internacional y —según, por lo menos, un informe— también Israel. «¿Quién ha salido ganando con estas tres semanas de manifestaciones? —preguntó el presidente Erdoğan—. Los grupos de presión. Los enemigos de Turquía han salido ganando.»[27] Los expertos extranjeros podían insistir cuanto quisieran en que bastaba con que Turquía pusiera orden en casa, económicamente hablando; pero Erdoğan tenía otras ideas. Frustrado por los hechos de que la UE no lograba dar continuidad a las negociaciones para el ingreso de Turquía en la Unión, y que Obama no lograba intervenir en Siria, Turquía volvió la mirada hacia Moscú. Ankara hizo saber que le gustaría ingresar en la Organización de Cooperación de Shanghái, fundada por Rusia y China en esta ciudad.[28] En comparación con los caprichos de Occidente, el eje ruso-chino parecía prometer estabilidad.

En la cumbre del G20 en San Petersburgo, los días 5 y 6 de septiembre de 2013, mientras el mundo aguardaba la decisión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, el tono fue más comedido que el de Ankara, pero el mensaje se transmitió con fuerza y claridad. La Fed tenía que comprender que todos los países, Estados Unidos incluido, vivían en un «mundo interdependiente». Los ministros de finanzas de Brasil e Indonesia exigieron que Bernanke abandonara las ambigüedades. China, expuesta a Estados Unidos no solo a través del comercio, sino también por su colosal

cartera de títulos en dólares, no alzó menos la voz. En palabras de un portavoz oficial: «Como la política monetaria de Estados Unidos tiene una enorme influencia sobre los mercados emergentes y la economía global, confiamos en que las autoridades de la política monetaria estadounidense, tanto si reducen como si abandonan el estímulo, no solo tendrán en cuenta las necesidades económicas del propio Estados Unidos, sino que también pensarán en las circunstancias económicas de los mercados emergentes».[29] Por su perfil, Rajan era el portavoz de estos mercados mejor valorado en Estados Unidos. Durante la crisis de 2008 —le recordó a Estados Unidos—, los mercados emergentes habían emprendido un «gigantesco estímulo fiscal y monetario» en respaldo del crecimiento global. Ahora los países industrializados no podían «lavarse las manos [...] y decir que haremos lo que nos haga falta, y vosotros haced los ajustes [...] Hace falta una mayor cooperación y, por desgracia, hasta el momento no la ha habido».[30]

En la era de la globalización se recurría a la «interdependencia» como una panacea. Y pedir una mayor cooperación no tenía nada de malo. Pero ¿por qué debería la Fed atender esas demandas? En 2008 había proporcionado liquidez a toda la economía mundial. Ahora hacía lo que estaba en sus manos para sostener la recuperación. Pero su mandato era nacional. Era responsable de la economía de Estados Unidos, no de todo el mundo. En lo que respectaba a la Fed, la cuestión que realmente daba que pensar era el temor al efecto bumerán. Este había sido el argumento definitivo para emprender la colosal acción de líneas de *swap* de 2008. En eso mismo hizo hincapié, en otoño de 2013, la directora gerente del FMI, Christine Lagarde. La gran conmoción monetaria de la Fed —advirtió a Washington— tendrá consecuencias «que es posible que repercutan donde han empezado», es decir, en Estados Unidos.[31] Pero para la Fed, una cosa era admitir que los megabancos europeos podrían causar un hundimiento, y otra muy distinta aplicar lo mismo a los mercados emergentes. A tenor de las cifras, nadie podía afirmar en serio que los ciclos económicos de Indonesia o la India tenían consecuencias de calado en la estabilidad financiera de Estados Unidos.[32] La interdependencia de la era global era ubicua, en efecto, pero, sin lugar a dudas, no era simétrica. Unos recibían los golpes, otros los daban.

En todo caso, como la insurgencia republicana estaba en vías de paralizar el gobierno federal, y consideraba el presupuesto del FMI como un posible rehén, para la Fed habría sido políticamente desastroso admitir

que sus decisiones recientes estaban condicionadas por las circunstancias económicas de Indonesia. Antes a la inversa, las protestas de los mercados emergentes dieron a la Fed una buena ocasión para alardear de patriotismo nacional. Dennis Lockhart, presidente de la Fed de Atlanta, tranquilizó con estas palabras a Bloomberg TV, en agosto de 2013: «No podemos perder de vista que somos una criatura legal del Congreso de Estados Unidos y tenemos el mandato exclusivo de ocuparnos de los intereses de Estados Unidos [...] Otros países, sencillamente, deben tomar esto como un hecho, y ajustarse a nuestras decisiones si eso es de importancia para sus economías». James Bullard, de la Fed de San Luis, destacó la misma idea: «No vamos a orientar nuestra acción basándonos tan solo en la volatilidad de los mercados emergentes».[33]

III

Poco después, el 18 de septiembre, llegó la tan esperada decisión de la Fed. Tras la sucesión de reacciones acumuladas desde mayo, el FOMC anunció que no tocaría los tipos de interés y seguiría comprando títulos al ritmo actual, a la espera de «más pruebas de que la mejora será sostenida».[34] La reducción del programa de compra de bonos, cuya expectativa había sembrado temor en los mercados desde mayo, se cancelaba.

La decisión de no cambiar nada provocó un frenesí de interpretaciones, no sobre la posibilidad de la reducción, sino sobre por qué no se había producido. ¿Acaso las «palomas» de la junta de la Fed se resistían a provocar un seísmo con los tipos de interés? ¿Le había entrado miedo a Bernanke? ¿Se había limitado a dar una patada adelante para no tener que abordar el problema y dejárselo a su sucesor?[35] ¿O quizá la Fed era coherente en sus medidas, pero no acertaba en las predicciones? Entre la primavera de 2013, cuando se empezó a sopesar el *tapering*, y septiembre, cuando se decidió posponerlo, la Fed había modificado netamente a la baja su previsión de crecimiento.[36] Si la economía se estaba recuperando con menos fortaleza de lo previsto, la decisión salvaría la reputación de la Fed en cuanto que gestora política coherente, pero a cambio de disminuir la confianza en sus pronósticos y poner de manifiesto que las expectativas no se habían cumplido. ¿O tal vez no había ni cobardía ni un error en las predicciones? ¿Y si la Fed estaba haciendo una jugada táctica con sutileza?

Si su objetivo principal era asegurarse de que la economía estadounidense completaba su lenta recuperación sin verse afectada por un incremento prematuro y violento de los tipos, necesitaba saber con qué intensidad reaccionarían los mercados de deuda ante una reducción del estímulo monetario. El jaleo que se había formado en junio de 2013 ante el mero anuncio de una futura reducción tenía una lectura clara. Los mercados estaban impacientes. Los inversores, ante la sospecha de un cambio de rumbo de la Fed, correrían a ajustar las condiciones de crédito. Si la Fed creía que se necesitaba un proceso más gradual, entonces, tras los primeros anuncios de reducción, en mayo y junio, debía conmocionar de nuevo a los mercados, una tercera vez, ahora en la dirección contraria, y comunicarles que, aunque la reducción llegaría, los detalles todavía no estaban escritos.[37]

Cuatro interpretaciones distintas: decisión política de la Fed, debilidad, error en los pronósticos o movimientos tácticos. ¿De qué se trataba? ¿Cómo podían saberlo los mercados y, sin saberlo, cómo debían reaccionar? Dadas las vacilaciones de la Fed, cabría haber esperado que los *vigilantes* de los títulos dieran la batalla. Entre el sector más militante de los inversores existía una profunda hostilidad a Bernanke. En octubre de 2013, Larry Fink, el primer ejecutivo de BlackRock, la mayor gestora de activos, acusó a la Fed de fomentar en el mercado condiciones «de burbuja».[38] Su director de inversiones de renta fija se quejó de que los tipos de interés se estaban viendo afectados por «distorsiones tremendas».[39] Pero en el mercado no había unanimidad. Bill Gross, de Allianz-PIMCO, defendió que los inversores debían aceptar lo inevitable: si la Fed tenía intención de ir gestionando una salida gradual de la gigantesca burbuja de deuda de los años de auge —lo que Ray Dalio, del fondo de inversión libre Bridgewater, había denominado «hermoso desapalancamiento»—, los inversores tendrían que admitir que ello ocurriría a su costa.[40] Debían abandonar la expectativa de un aumento inmediato de los tipos. «Ahora mismo el mercado (y la previsión de la Fed) calcula que el tipo federal estará un 1 % más alto a finales de 2015 y otro 1 % más para diciembre de 2016. Apuesten a que no será así [...] Al apostar por una política de tipos inferior a la vigente ahora en los mercados, el inversor en renta fija debería contar una cierta quietud pastoril para los años venideros, como la de una vaca que pasta en el prado, supongo. No es algo que emocione, pero ¡qué diantre, uno se gana la vida! [...] Ni la Madre Naturaleza ni la Madre Mercado se preocupan lo más mínimo por lo que pierdas o por tus expectativas de una rentabilidad de dos

cifras en una cartera de renta fija y variable valorada en mucho menos. Sé una vaca satisfecha, no una vaca voraz, y pasta con prudencia y con la certeza cada vez más clara de que, para sobrevivir, lo más seguro es dejarse guiar por la Fed».[41]

Con billones de dólares en juego, y los mercados ansiosos por anticiparse a las decisiones de la Fed, ¿la imagen pastoril de Bill Gross no era ilusoria? Para el *Financial Times*, las relaciones entre los mercados y la Fed no recordaban tanto a la satisfacción de un rebaño vacuno en un prado como al retorcido psicodrama de un matrimonio inestable. Los inversores podían seguir el consejo de Gross e «intentar convencerse de que los bancos centrales me aman». Pero el mantra escondía incertidumbres y tensiones profundas. Durante los cinco años precedentes, bajo la influencia del enorme estímulo de la Fed, las estrategias de los inversores habían llegado a parecerse mucho entre sí, y andaban todo el rato con conjeturas sobre lo que iban a hacer unos u otros y el banco central: «¿Qué piensas? ¿Qué sientes? ¿Qué nos hemos hecho el uno al otro? ¿Qué vamos a hacer ahora?, frases aplicables por igual a la inquietud de los gestores políticos que a los nervios de un marido [...] Todo esto apesta a un matrimonio levantado sobre una base frágil».[42] En cualquier momento, el equilibrio podía alterarse por efecto de un cambio en las políticas de la Fed o un repentino cambio de humor de los mercados. Las consecuencias, para el conjunto de la economía global, serían «del todo impredecibles».[43]

IV

A los responsables de los bancos centrales extranjeros, por lo tanto, se les aconsejó que practicaran el «intentaré convencerme de que la Fed me ama». La decisión de no detener la tercera fase de la expansión cuantitativa alivió la presión sobre los mercados emergentes. La rupia india, muy afectada por las repercusiones del anuncio de reducción del programa, rebotó de las 68 rupias por dólar a 61,9, a principios de octubre.[44] La divisa indonesia interrumpió su brusco descenso. Todo ello supuso un alivio. Pero Rajan y sus colegas tendrían que creer que la Fed los tomaba en consideración, pese a que el Congreso vigilaba atentamente para que solo respondiera a los intereses de Estados Unidos, y pese a que la propia Fed había tomado su decisión alardeando de indiferencia con respecto al resto del mundo. Aún fue más relevante lo que la Fed hizo entre bambalinas. El

31 de octubre de 2013 —en las semanas posteriores a la renuncia a reducir el programa de adquisición de bonos y al punto muerto en el que se hallaba el presupuesto en el Congreso—, la Fed, el BCE, el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá y el Banco Nacional Suizo hicieron un anuncio conjunto, con discreción:

Los acuerdos temporales existentes en materia de permuta bilateral de liquidez se están convirtiendo en acuerdos permanentes, esto es, acuerdos que seguirán en vigor hasta nuevo aviso. Los acuerdos permanentes formarán una red de líneas de *swap* bilaterales entre los seis bancos centrales. Estos acuerdos permiten proporcionar liquidez en cada jurisdicción en cualquiera de las cinco divisas ajenas a esa jurisdicción, si los dos bancos centrales de un acuerdo concreto de permuta bilateral entienden que las condiciones del mercado justifican tal acción en una de sus divisas. Los acuerdos de permuta temporales en vigor han ayudado a aliviar tensiones en los mercados financieros y moderar sus efectos en las circunstancias económicas. Los acuerdos permanentes seguirán funcionando como una prudente red de seguridad de la liquidez.[45]

Así, las líneas de *swap* que se habían revelado en octubre de 2008 y habían resultado cruciales para estabilizar los mercados financieros globales se transformaban ahora en un acuerdo permanente.[46] Como en 2008, la red tenía límites. Entre los mercados emergentes, ni uno solo de los más frágiles quedó incluido en el grupo central de la red de permuta de la Fed; pero tampoco se los abandonaba a su suerte. Lo que empezó a tomar forma fueron subredes regionales. Eran subredes desiguales. Entre los principales bancos centrales de Europa no había nada digno de mención. Pero en Asia los bancos centrales se mostraron más activos. En septiembre de 2013, cuando la inquietud por la posible reducción del programa de adquisición de títulos de la Fed llegó a un punto culminante, India negoció con Japón un incremento en los acuerdos de línea de *swap*, que ascendió de 10.000 millones de dólares a 50.000. En diciembre, Japón duplicó las posibilidades de *swap* que ofrecía a Indonesia y las Filipinas y se mostró dispuesta a negociar un convenio similar con Singapur, Tailandia y Malasia.[47] La inmensa cartera de activos en dólares que Japón manejaba —solo China poseía una cartera mayor— le proporcionó los medios necesarios para ofrecer estas facilidades. Y, si estallaba una crisis, el Banco de Japón

siempre podía recurrir a la Fed. De esta manera, la liquidez en dólares se filtraba a través de todo el sistema.

Como en 2008-2009, en 2013 el vocerío que exigía un nuevo orden monetario y un «mundo desamericanizado» distrajo la atención de la realidad: se estaba tendiendo por toda la economía mundial una nueva y poderosa red de provisión de liquidez. Las noticias sobre las líneas de *swap* quedaron sepultadas en las páginas interiores del *Financial Times* y *The Wall Street Journal*.[48] No hubo fanfarrias, no hubo una segunda conferencia de Bretton Woods. Tampoco se buscó la aprobación congresual o parlamentaria. Se trataba de medidas ejecutivas. Pero iban mucho más allá. Transcurridos cinco años desde el inicio de la crisis, mientras los mercados seguían inquietos y el sistema político estadounidense vivía una fase de grave disensión, el sistema global del dólar recibía unos fundamentos nuevos y de una capacidad expansiva sin precedentes.

Al respecto de la eficacia técnica de las líneas de *swap* había pocas dudas. Su legitimidad política ya era una cuestión distinta. Y en otoño de 2013 era imposible no pensar igualmente en otro de los sistemas técnicos del poder en Estados Unidos, que se había revelado algo antes, aquel mismo año: la red de vigilancia electrónica de la Agencia de Seguridad Nacional (NSA, por sus siglas en inglés).[49] La red desvelada por Edward Snowden a principios de junio también se centraba en la capacidad tecnológica y el poder de Estados Unidos. También coincidía en que no era un monolito central: al igual que la Fed, la NSA funcionaba a través de agencias locales. También prometía ofrecer un manto de seguridad a Estados Unidos y sus aliados. Por supuesto, espiar y cambiar divisas no eran lo mismo. Pero tenían en común que su poder funcional y su eficacia administrativa no tenían parangón en nada que se asemejara a una autorización política pública. Eran una demostración clara de que el poder global de Estados Unidos seguía siendo muy considerable y, al mismo tiempo, de lo difícil que resultaba justificar ese poder en público ya fuera en Estados Unidos o en los países cuyos gobiernos y empresas participaban de la red estadounidense.

Capítulo 21
LA CRISIS DE UCRANIA

Antes de 2008, se esperaba que el motor de la crisis sería el equilibrio del terror financiero entre Estados Unidos y China. Se temía que un gran despliegue de la inestabilidad global centrada en China y Estados Unidos, impulsado por los graves desequilibrios internos de ambas naciones, socavaría el poder de los norteamericanos. En 2008, la expansión de la Unión Europea y la OTAN, con la oposición de Rusia, había añadido una nueva dimensión de riesgo. Georgia y Rusia habían chocado y Moscú se había aproximado a Pekín con la intención de organizar un ataque conjunto contra la fragilidad financiera de Estados Unidos. Pekín se había contenido. No hubo una gran liquidación de dólares. El curso geoeconómico de la crisis adoptó un rumbo inesperado e innovador. Las líneas de *swap* de liquidez de la Reserva Federal estabilizaron el sistema financiero basado en el dólar. En noviembre de 2008, la actualización del G20 había añadido un foro de liderazgo global que había contribuido a dar legitimidad a la expansión radical de los recursos del FMI en 2009. Esto actuó como red de seguridad para que el FMI interviniera con urgencia en la Europa del Este. Un año más tarde, de forma llamativa, el FMI se halló destinando cientos de miles de millones de dólares para rescatar la zona euro. Al mismo tiempo, Estados Unidos insistía en que se aprobara un nuevo sistema de regulación para la banca mundial, por medio del Comité de Basilea, y lo hacía con suma decisión, en comparación con la lentitud habitual de este organismo.

En 2008 y 2009, Washington se mantuvo por delante de los desafíos económicos desatados por la crisis. ¿Podría mantener el ritmo? En mayo de 2010, la administración de Obama y el FMI fueron cruciales para obligar a los europeos a aplicar un primer remedio para la zona euro. Pero las cosas empezaron a complicarse. Noviembre de 2010 fue un punto de inflexión. Los demócratas perdieron el control del Congreso. La recuperación era tan floja, y el punto muerto fiscal, tan amenazador, que la Fed lanzó con cautela la segunda oleada de la expansión cuantitativa, que fue recibida con franco descontento en la reunión del G20 en Seúl. Pero criticar al G20 era una cosa. Cuando se trató de proteger a los europeos durante lo que bien podría

haber sido un desastre, en 2011 y 2012, resultó evidente que solo la administración de Obama podía servir de contrapeso a Alemania. Obama tenía razón. Al menos en lo que a Europa respectaba, era indispensable que Estados Unidos actuara como árbitro a la vez interno y externo. Pero con la estabilización de Europa y el inicio del segundo mandato de Obama, se volvieron a poner sobre la mesa los temas de la era de Bush.[1] ¿Washington debía seguir manteniendo una huella global tan enorme? ¿Podía retirarse con seguridad? Tanto las restricciones internas como las presiones externas, ¿permitirían que esto se decidiera tras una deliberación independiente? ¿Sería una retirada ordenada que dejaría un legado de estabilidad, o un sálvese quien pueda?

I

Impulsada como estaba por una energía que venía de los años noventa, una convicción de estar respondiendo a una misión, originaria de la misma época, y la ambición de alcanzar la presidencia del país, Hillary Clinton, como secretaria de Estado, se hallaba en el bando activo. En otoño de 2011, mientras se culminaba la salida de Irak, el Departamento de Estado de Clinton intentó recuperar la situación de ventaja. Su nueva iniciativa fue «pivotar hacia Asia».[2] Desde la perspectiva militar, consistía en desplegar de nuevo en el Pacífico un grupo de combate aeronaval. En términos económicos tenía como eje el acuerdo transpacífico (TPP, por sus siglas en inglés). Mientras Europa se adentraba en la crisis, en 2011, los representantes comerciales y el Tesoro de Estados Unidos instaban a Canadá y México a integrarse en un tratado de inversiones y comercio, de amplio alcance, con las principales economías de Asia (salvo China). El objetivo no era amilanar a China ni, menos aún, frenar su crecimiento económico. Todo el mundo tenía mucho que ganar. Se trataba de establecer un bloque lo suficientemente fuerte como para ofrecer un contrapeso al creciente poderío de China. En palabras de un indiscreto corresponsal de Hillary Clinton, era «*de facto*, una alianza para la contención de China».[3]

Si volvemos la vista a 1947, la contención fue el conglomerante que mantenía unida la coalición que Estados Unidos había construido en Europa occidental y el Asia oriental. Este sistema de alianzas sirvió para una ampliación descomunal del alcance de la influencia de Estados Unidos. Fue el terreno sobre el que los internacionalistas comprometidos con el

liberalismo defendieron la idea de que la potencia norteamericana siguiera siendo una fuerza hegemónica.[4] Pero también expuso a Estados Unidos a determinados riesgos. La contención podía entenderse de diversas maneras, que dependían tanto de las decisiones que se tomaran en Washington como de los propios aliados, quienes, por su parte, respondían a sus propios problemas económicos y su propia situación política. El hecho de que entraran en la esfera estadounidense, ya fuese a través de los bancos, el comercio o la política de seguridad, exacerbó tales intereses. Desde el punto de vista de Pekín, pivotar hacia Asia adquirió un matiz mucho más preocupante cuando Japón eligió como primer ministro a un nacionalista, ShinzŌ Abe. Para Abe, el poder de China era un serio motivo de inquietud; era partidario, sin reservas, de que Japón contara con unas fuerzas armadas más poderosas e independientes. Por otro lado, estaba dispuesto a aparcar los intereses económicos nacionales en nombre de la cooperación estratégica con Estados Unidos. Más aún, estaba dispuesto incluso a sacrificar el cultivo nipón del arroz si con ello su país se convertía en un pilar clave del TPP.[5] Si ni siquiera en esa cuestión se arredraba, ¿qué más se mostraría dispuesto a hacer? En 2014 cundió el temor a que pudiera estallar una guerra entre Japón y China.

Empujar a Corea del Sur, Australia, Japón y Vietnam a incorporarse al sistema de alianzas geoeconómico de Estados Unidos era ciertamente sencillo. Era obvio que tenían interés en contener a China. El peligro era que la nueva implicación de los norteamericanos en Asia endureciera las posiciones y sirviera de acicate a choques regionales que no iban a beneficiar a los norteamericanos. En el caso de Europa, la situación era distinta. Pero, por eso mismo, la participación de los europeos en el proyecto de contención de China era menos fiable. La Unión Europea estaba sumamente interesada en la inversión y el comercio chinos. Alemania quería vender allí coches y equipos de ingeniería. Cuando se cansaba de las batallas interminables de la zona euro, a la élite política de Berlín le gustaba fantasear con un futuro global en asociación con Pekín.[6] La City de Londres ansiaba ocupar una posición especial en la internacionalización de la divisa china: el renminbi.[7] Los estadounidenses no eran los únicos que ambicionaban llevar a cabo una estrategia geoeconómica expansiva.

En octubre de 2013, de camino a la reunión del Foro de Cooperación Asia-Pacífico (APEC) en Bali, el presidente Xi Jinping dio a conocer la

propuesta de un nuevo banco de inversión chino. La presentó como una audaz iniciativa multilateral de actualización de la infraestructura de Asia, a la que invitaba a sumarse a todos los presentes. Era una acción que parecía sacada del propio manual estadounidense y que Washington recibió con desagrado. La administración de Obama hizo saber que desaprobaba la iniciativa china, y Corea del Sur, Japón y Australia no tardaron en seguir sus pasos.[8] En cambio el Reino Unido, que estaba haciendo todo lo posible para cortejar a los empresarios chinos, aceptó la oferta de Pekín y se convirtió en miembro fundador del Banco Asiático de Inversión en Infraestructura (AIIB, por sus siglas en inglés).[9] Washington se mostró muy enojado.[10] Un representante del Departamento de Estado afirmó que Londres había tomado esta decisión sin consultarlo primero; Estados Unidos no estaba de acuerdo con la «tendencia a un acomodo constante con China, que no es la mejor forma de responder a una potencia en ascenso».[11] Pero Londres no estaba escuchando, al igual que los otros europeos que también se apresuraron a incorporarse. Cuando se le preguntó por la oposición de Estados Unidos, un funcionario británico respondió con mordacidad que, para la administración de Obama, en las circunstancias del momento, no debía resultar fácil desarrollar una política económica internacional. Si el Congreso de Estados Unidos se negaba a aprobar un minúsculo incremento de la cuota de China en el FMI, ¿qué cabía esperar en el campo del comercio y las inversiones? «En realidad, si [los estadounidenses] hubieran querido sumarse al AIIB, no habrían podido obtener la aprobación de su Congreso».[12] De hecho, por efecto de la paralización del Congreso, Obama no pudo asistir a la cumbre del foro APEC, en Bali. Los problemas de Estados Unidos en materia de política interior estaban afectando al desarrollo de su estrategia global, y el mundo no se iba a quedar a la espera.

Dado que Estados Unidos, evidentemente, estaba sometido a una enorme presión, quizá habría sido razonable invertir la famosa jugada de Kissinger en la década de 1970 y, con la voluntad de contener a China, intentar establecer una relación más próxima con Rusia. Sin embargo, no está claro que Washington estuviera dispuesto a tomarse en serio a Rusia en tanto que socio estratégico, en un nivel similar al de Japón o Arabia Saudí.[13] En 2009, la administración de Obama se esforzó por mejorar las relaciones. Con Medvédev como presidente, parecía posible «reiniciar» el trato. Para fomentar el programa de modernización de Medvédev, se lo

invitó a conocer Silicon Valley en compañía del gobernador Schwarzenegger.[14] Los empresarios rusos no desaprovecharon las ocasiones que les ofrecía la financiación en dólares a bajo precio. En 2011 Medvédev aceptó la intervención de la OTAN en Libia, hasta el extremo de que provocó una contrarreacción en Moscú. Putin, que estaba a la expectativa desde su posición subordinada, como primer ministro, recibió con profunda inquietud las grabaciones sobre el terrible destino de Gadafi. Las mismas potencias occidentales que habían cortejado al dictador libio sin asomo de vergüenza se habían vuelto ahora en su contra, habían bombardeado sus fuerzas armadas y lo habían entregado a una masa vengativa. Confiar en ellas sería un error. La política de apaciguamiento de Medvédev solo acarrearía futuras agresiones. Así, Putin resolvió recuperar el control, y se confirmó en tal decisión cuando Moscú estalló en protestas durante el invierno de 2011-2012, tras unas elecciones parlamentarias amañadas. Clinton apenas disimuló el entusiasmo que le merecía un cambio de régimen. En vez de emprender un «reinicio» marcado por la «distensión», Putin volvió a la presidencia en 2012 con una nueva determinación. Frente al liberalismo de la administración de Obama, el Kremlin enarboló la bandera del nacionalismo cultural conservador. Los derechos homosexuales, las provocadoras del pop feminista y las raciones de yogur griego para los atletas olímpicos de Estados Unidos quedaron absorbidos en una repetición posmoderna de la guerra fría.[15]

Sin lugar a dudas, esto no suponía equilibrar el poder de China según se podría haber esperado. Pero no fueron los estadounidenses los que provocaron una crisis directa en las relaciones entre Rusia y Occidente, sino su aliado principal: los europeos. La Unión Europea afirmaría luego que «entró sonámbula» en la crisis de Ucrania; esto se acompañaba de una candorosa insistencia en que «la Unión Europea no hace geopolítica».[16] Es posible que esto defina bien la ingenuidad de algunos funcionarios de Bruselas, pero nunca sonó creíble de verdad. Sería más justo afirmar que los Estados nacionales europeos no se pusieron de acuerdo en qué geopolítica querían que la UE desarrollara. Francia y Berlín eran partidarios claros de la distensión con Moscú, pero Polonia y Suecia, no. Con el apoyo activo de la OTAN, los «nuevos europeos» defendieron que la Unión Europea estableciera una «Asociación Oriental» con antiguas repúblicas soviéticas. No era un secreto, en Varsovia o en Riga, que *de facto* esto era, al igual que el TPP, una política de «contención». En lo que respectaba a

Polonia, la prioridad era clara. En palabras del presidente Bronisław Komorowski: «No queremos tener, nunca más, una frontera compartida con Rusia».[17]

Como instrumentos para la asociación con la Europa del Este, la UE recurrió a acuerdos de asociación. Se trataba de documentos complejos que armonizaban regulaciones y liberalizaban el comercio y el movimiento de trabajadores. El acuerdo con Ucrania, suscrito en 2012, se saludó como el tratado más extenso nunca firmado con países que no eran miembros de la Unión Europea. El texto, en efecto, contenía 1.200 páginas de detalles técnicos, subdivididos en veintiocho secciones distintas del acervo comunitario (*acquis communautaire*).[18] Los acuerdos de asociación se centraban en la regulación comercial y empresarial, pero no eran inocentes con respecto a las políticas de seguridad. Así, el artículo 4 del acuerdo de asociación con Ucrania requería «diálogo político en todas las áreas de mutuo interés [...] lo cual fomentará la convergencia gradual en materia de seguridad y política exterior, con el objetivo de implicar a Ucrania, cada vez más profundamente, en el área de seguridad europea».[19] El artículo 7 hablaba de la «convergencia entre la Unión Europea y Ucrania en asuntos exteriores, seguridad y defensa». Según el artículo 10, en referencia a la «prevención de conflictos, gestión de crisis y cooperación tecnológico-militar», Ucrania y la Unión Europea debían «explorar el potencial de la cooperación tecnológica y militar. Ucrania y la Agencia Europea de Defensa (AED) establecerán un contacto estrecho para analizar la mejora de la capacidad militar, incluyendo aspectos tecnológicos».[20]

En 2013, las conversaciones con Ucrania eran las más avanzadas. Pero las negociaciones de Asociación Oriental de la Unión Europea se desarrollaban en un frente amplio. En una cumbre que se celebraría en Vilna el 29 y 30 de noviembre de 2013, Bruselas confiaba no solo en firmar el acuerdo de asociación con Ucrania, sino también unos primeros tratados con Moldavia, Georgia y Armenia. Además había estado negociando con Bielorrusia.[21] Tras incorporar a los Estados bálticos y el pacto de Varsovia en los primeros años de la década de 2000, ahora Bruselas intentaba transformar y reforzar las relaciones con el resto de la antigua Unión Soviética. Es innegable que se trataba de un paso importante en las relaciones internacionales, aún más significativo por el hecho de que chocaba de frente con las ambiciones de Rusia en la región. Desde 2011 Rusia estaba ampliando la Unión Aduanera Euroasiática para forjar una

Unión Económica Euroasiática, de mayor alcance. No había duda de que se trataba de una alternativa a la Asociación Oriental de la Unión Europea. Los detalles de sus acuerdos eran mucho menos exigentes que los planteados por la UE. Pero suponían entrar en una relación desigual con Rusia y la unión aduanera incluía establecer aranceles externos comunes. Esto era incompatible con el acuerdo de asociación de la UE.

Con buena voluntad se podría haber llegado a alguna concertación entre los Acuerdos de Asociación de la Unión Europea y la Unión Aduanera Euroasiática. Pero ninguna de las dos partes estaba por la labor. A las dificultades económicas y técnicas de armonizar dos bloques económicos distintos se sobreponía la tensión geopolítica, tanto si Bruselas lo reconocía como si no. Habría que decidirse: los gobiernos de la Europa del Este ¿querían mirar hacia el Oeste o hacia el Este? Bruselas hizo saber que pertenecer a la Unión Euroasiática era incompatible con los Acuerdos de Asociación de la Unión Europea. Barroso, el presidente de la Comisión, rechazó la invitación del Kremlin de entablar negociaciones entre los dos bloques.[22] Bruselas no aceptaba que fueran equivalentes. En ausencia de pacto, Moscú comunicó a Ucrania y Armenia que si se aproximaban a la Unión Europea, debían contar con las sanciones de Rusia; más aún, advirtió que firmar un acuerdo de asociación sería un «paso suicida».[23] Mediante conceptos tan anodinos como ‘asociación’, ‘cooperación’ y ‘convergencia’ se estaba cargando un enorme peso político sobre una región frágil que ya adolecía de una considerable tensión económica y política.

II

En los distintos países surgidos de la Unión Soviética, la recuperación económica y política, con respecto al golpe de 2008, era irregular. En el flanco septentrional, los Estados bálticos seguían acercándose a Occidente. Estonia se sumó al euro el 1 de enero de 2013. Letonia, el centro de la crisis de 2009, adoptó la divisa común el 1 de enero de 2014, y un año después Lituania hizo lo mismo. El resto de la Europa del Este, según lo acordado en los tratados de acceso a la Unión Europea, en 2004, también debía ir incorporándose al euro. Pero los avances en esta dirección sufrieron un duro revés con la crisis de la zona euro. El ministro de Exteriores polaco, Sikorski, anunció en diciembre de 2011 que esperaba que Polonia adoptaría el euro en 2016, pero solo si la unión monetaria se reformaba y si se tenía la

certeza de que ello favorecería el interés nacional.[24] El primer ministro Donald Tusk prometió organizar un debate nacional sobre la adhesión al euro. Pero Ley y Justicia, el principal partido de la oposición, de carácter nacionalista, se apresuró a denunciar que cualquier nuevo paso hacia la integración europea equivaldría a «subordinarse a Alemania».[25]

En Polonia, los nacionalistas estaban en la oposición. En Hungría, en cambio, eran el gobierno. En las elecciones de abril de 2010, el Partido Socialista, que había tenido el poder hasta entonces, pagó por su gestión corrupta y mentirosa de la política económica, así como por el desastre financiero de 2008. Una coalición encabezada por el partido nacionalista Fidesz y los cristianodemócratas, que prometía proteger de los atropellos del FMI a la nación y en particular a los pensionistas, se hizo con el 53 % de los votos. El movimiento Jobbik, que jugueteaba abiertamente con el neofascismo, obtuvo un resultado aún más sorprendente: el 17 % de los votos, con lo que los representantes nacionalistas ascendieron a un 70 % del total. Entre las herejías de Fidesz figuraba su negativa a separar las cuestiones de la soberanía política y la dependencia financiera. Hizo caso omiso del FMI y la Unión Europea y, apelando a una situación de grave necesidad histórica, justificó tanto imponer tributos a los bancos extranjeros como saquear los fondos de pensiones privados.[26] Desde que se había liberado del yugo soviético, durante los últimos veinte años, Hungría «por desgracia, había tenido que experimentar la validez y verdad del viejo principio según el cual se puede subyugar a una nación por dos caminos: con la espada y con la deuda».[27] Mientras Grecia se sometía a la troika en abril de 2010, el primer ministro Orbán, en una conferencia de noticias, planteó un desafío: «Desde mi punto de vista, no debemos subordinarnos a los organismos financieros del FMI ni de la UE. No son nuestros jefes». Hungría negociaría, pero no aceptaría ningún «dictado» ajeno.[28]

El nacionalismo agresivo de Orbán, junto con la campaña de Fidesz para restringir las libertades civiles y el pluralismo político, deshicieron la liberalización de la cultura política húngara vivida desde el fin del comunismo. Pero, a su manera, la austeridad nacional y las agresivas medidas de recaudación de Orbán funcionaron. La inflación cayó por debajo del 2 %. En diciembre de 2011 se llegó a un acuerdo con los bancos extranjeros, por el que se compartiría el coste de la reestructuración del endeudamiento familiar. Después de que Hungría cumpliera con el objetivo de déficit presupuestario, fijado en el 3 %, la UE levantó el humillante

«procedimiento de déficit excesivo» impuesto al país desde su acceso a la Unión. En un contexto de auge de un mercado emergente, los prestamistas extranjeros se mostraron indulgentes con el experimento nacionalista de Orbán. Con tal disponibilidad de fondos, en el verano de 2013, Hungría canceló la deuda con el FMI y pidió al Fondo que cerrara la oficina de Budapest.[29] Para consolidar más su posición, a principios de 2013 Orbán se embarcó en una nueva distensión con Moscú. Una alianza con Rusia, desde luego, no era la alternativa más evidente para un nacionalista húngaro. Pero en el Kremlin recibieron a Orbán con los brazos abiertos. Putin aplaudió su experimento de democracia antiliberal y le ofreció ayuda material, aportando tecnología de reactores nucleares y subvencionando el suministro de gas, que era popular entre los votantes de Fidesz.[30]

Con la seguridad de estar integrada tanto en la Unión Europea como la OTAN, Hungría podía permitirse el riesgo de balancearse entre el Este y el Oeste. Un candidato mucho menor a un acuerdo de asociación con la UE, como Armenia, ante la amenaza de las sanciones de Rusia, no se hallaba en la misma posición. Ereván, vista la hostilidad de Moscú, dio un paso atrás en septiembre de 2013: declaró su intención de incorporarse a la Unión Aduanera Euroasiática, con lo que Bruselas cerró la puerta al acuerdo de asociación.[31] Tras este revés, la Unión Europea concedió aún más importancia a Ucrania. Dada la extensión del país y su peso geopolítico, la postura de Kiev decidiría el equilibrio final de la influencia en la región. La UE estaba convencida de la legitimidad de su posición. Ofrecía prosperidad y el imperio de la ley. Prometía futuro. Así pues, Bruselas presionó, haciendo caso omiso del riesgo evidente de que Ucrania poseía tal debilidad económica, fragilidad política y exposición geopolítica que no soportaría la tensión generada entre Rusia y Occidente.

Era innegable que Ucrania necesitaba un cambio. Incluso después de compensar las pérdidas de 2008-2009, según las cifras oficiales, el promedio de ingresos de 2013 apenas era superior al de 1989. A diferencia de lo vivido por los vecinos occidentales, en Ucrania la transición poscomunista produjo una generación de estancamiento. Mientras una minoría diminuta se hacía fabulosamente rica, las condiciones de vida de los menos acomodados solo pudieron mantenerse en un nivel tolerable gracias a un sistema de pensiones y subvenciones al consumo energético que engullía el 17 % del PIB. En 2008, el FMI había proporcionado una ayuda de emergencia. Pero el programa venía asociado a una exigencia de

cambios en los impuestos y beneficios que destruyó la legitimidad del gobierno. Para las elecciones de febrero de 2010, buena parte de la población estaba sumida en la desilusión. Ucrania se estaba quedando cada vez más atrás, no solo en comparación con los vecinos occidentales, sino también con la Rusia de Putin. El presidente Yúshchenko se retiró de la carrera y dejó que la primera ministra Timoshenko se enfrentara a Yanukóvich, cuyo fraude electoral había prendido la mecha de la revolución de 2004. Con unos votantes divididos entre la preferencia por Occidente o el Este, en 2010 se impuso Yanukóvich, por un corto margen, en este caso sin trucos.

Yanukóvich era un manipulador corrupto, que iba cambiando de curso entre los países occidentales y Rusia. Aceptó fondos del FMI y siguió negociando con la Unión Europea.[32] Encarceló a Timoshenko, acusándola de corrupción, y la usó como rehén. Al mismo tiempo, coqueteaba con Putin y su bloque euroasiático. Cuando su clan hizo fortuna, menguaron a la vez la popularidad de Yanukóvich y las reservas de divisas extranjeras del país. Para las siguientes elecciones, donde era muy improbable que él venciera, parece ser que preparaba a las fuerzas de seguridad para un enfrentamiento.[33] Pero las elecciones de 2014 no eran el único plazo en perspectiva. Ya en 2013, las negociaciones con la Unión Europea y Rusia habían llegado a un punto que obligaba a Kiev a tomar una decisión que, entre otras cosas, dependería de la evolución del clima económico internacional.

Hasta la primavera de 2013, bajo el impulso de la expansión cuantitativa de la Fed, entró una gran cantidad de dólares, incluso en Ucrania. El 10 de abril de 2013, Kiev rechazó la última propuesta del FMI para ayudar a financiar el enorme déficit contable de aquel momento y, en su lugar, lanzó una emisión de títulos por valor de 1.250 millones de eurodólares, que fue prontamente absorbida por los mercados, a un tipo de interés relativamente modesto del 7,5 %.[34] Pero entonces Bernanke, con su anuncio del 22 de mayo, sobre la reducción del programa de compra de bonos, golpeó el mercado. Los tipos de interés subieron hasta el 10 %. Buscando fuentes alternativas de financiación —y enriquecimiento personal —, Yanukóvich escudriñó en múltiples lugares. Estudió explotaciones de gas de esquisto, con Shell y Chevron. En otoño de 2013 se aprobó arrendar a China una parcela colosal, de 7,5 millones de acres (unos 3 millones de hectáreas), de terrenos agrícolas: una zona de la extensión de Bélgica, que

representaba el 5 % del territorio de Ucrania y el 10 % de su superficie cultivable. China no buscaba únicamente espacio vital; además ofrecía destinar 10.000 millones de dólares a las instalaciones portuarias de Crimea.[35] Pero lo esencial eran las conversaciones con la Unión Europea. La gran promesa con la que Yanukóvich se había presentado ante sus electores era la promesa de Europa. Los medios de comunicación de patrocinio estatal inflaban el acuerdo de asociación como si fuera el preludio a la plena integración. La UE no dio alas a esta posibilidad, pero tampoco hizo nada por desinflar las expectativas. Las fuentes de la prensa occidental calificaron la cumbre de Vilna, sin apenas ambages, como la culminación de una «campaña de seis años para atraer a Ucrania fuera de la órbita del Kremlin, hacia la integración con la Unión Europea».[36]

Fuente: Benn Steil y Dinah Walker, «Was Ukraine Tapered?», 25 de febrero de 2014, GeoGraphics, blog *Council on Forgein Relations*, https://www.cfr.org/blog/was-ukraine-tapered

A Rusia, la situación no le pasó por alto, y su amenaza de sanciones no era menor: el 25 % de las exportaciones de Ucrania iban a la Unión

Europea, pero el 26 % iba a Rusia, y buena parte del resto, a Estados de la CEI, en la zona de influencia de Putin. A principios de septiembre, Yanukóvich seguía intentando intimidar a los miembros prorrusos de su partido para que aceptaran el pacto con Occidente.[37] Lo que no estaba claro, hasta que Kiev recibió la carta del FMI el 20 de noviembre de 2013, era que las condiciones occidentales serían muy poco atractivas. El FMI solo ofrecía a Ucrania 5.000 millones de dólares, con el aviso de que esperaba que 3.700 millones se usaran para devolver el préstamo de 2008, vencido en 2014. En Kiev, nadie tenía razones para confiar en que el FMI sería generoso. Pero la propuesta de la Unión Europea causó una auténtica conmoción. Un comité de expertos alemanes calculó que Ucrania se arriesgaba a perder como mínimo 3.000 millones de dólares por año, en el comercio con Rusia, debido a las sanciones. En Kiev, la cifra se había inflado hasta situarse cerca de los 50.000 millones. Sea como fuere, Bruselas hizo caso omiso de todas estas cantidades.[38] En conjunción con el acuerdo de asociación, la Unión Europea solo estaba dispuesta a ofrecer 610 millones de euros. A cambio el FMI exigió grandes recortes presupuestarios, un 40 % de aumento en las facturas de gas natural y una devaluación del 25 %.[39] Aquello distaba mucho de ser la olla mágica que Yanukóvich había prometido. Había oligarcas ucranianos con fortunas personales superiores a esa oferta. Incluso sin tener en cuenta las sanciones con las que Rusia había amagado, aceptar aquel acuerdo habría sido un desastre político.[40] En Kiev lo tomaron como una ofensa. «No podíamos contener las emociones, era inaceptable», le dijo a Reuters el representante permanente de Ucrania en la OTAN. Cuando su país había acudido a solicitar la ayuda de los europeos, estos «nos escupieron [...] [A]l parecer no somos Polonia, al parecer no estamos al mismo nivel que Polonia [...] [E]n realidad no piensan dejarnos entrar, nos quedaremos a la puerta. No somos lo peor, pero no somos polacos».[41] Por suerte para Kiev —o eso parecía—, Moscú tenía un plan alternativo. El 21 de noviembre de 2013 Putin ofreció un contrato de gas, en términos de concesión, y un préstamo de 15.000 millones de dólares. La condición era que Ucrania, como Armenia, se incorporase a la Unión Aduanera Euroasiática. Yanukóvich lo aceptó.

Cuando se tiene en cuenta lo que sucedió después, es fácil pensar que la decisión de Yanukóvich fue la respuesta pavloviana de un secuaz promoscovita. Ciertamente, es posible que Rusia lo estuviera chantajeando.

Pero si dejamos los rumores a un lado, no puede decirse que su actitud resultara incomprensible. En palabras del primer ministro ucraniano, Mikola Azárov, la cuestión se decidió por la «extraordinaria dureza de las condiciones» ofrecidas en conjunto por la Unión Europea y el FMI.[42] Esta lógica tampoco quedó oculta a los europeos, una vez desatada la debacle. El 28 de noviembre de 2013, hablando con *Der Spiegel*, Martin Schulz, el presidente del Parlamento Europeo, reconoció que los representantes de la Unión Europea había cometido errores en las negociaciones. «Creo que hemos subestimado el dramatismo de la situación política interna de Ucrania.»[43] El país «había quedado sumido en una profunda crisis financiera y económica» desde la introducción de la democracia. «Necesitan dinero con urgencia y necesitan un suministro de gas con urgencia». Schulz dijo que comprendía el acercamiento a Rusia. «En Europa no resulta especialmente popular ayudar a los Estados en crisis [...] y si uno se fija en las propuestas de Moscú, ofrecían a Ucrania la clase de ayuda a corto plazo que nosotros, como europeos, ni podemos ni queremos permitirnos.»

Con lo que nadie contaba —ni Yanukóvich, ni los rusos ni la Unión Europea— fue con que una minoría de la población ucraniana se atreviera a alzar la voz con contundencia. Los estudios de opinión no indican que hubiera una mayoría abrumadora partidaria de dar pasos claros hacia la Unión Europea. Según el Instituto Internacional de Sociología de Kiev, en noviembre de 2013 solo un 39 % de los encuestados preferían la asociación con Europa, frente al 37 % que se decantaba por la unión aduanera encabezada por Rusia.[44] Además, en estos resultados se valoraba una asociación hipotética, no las rigurosas condiciones planteadas por el FMI y la UE. En todo caso, los acontecimientos que se produjeron en Ucrania en 2013 no se decidieron por un referéndum en el que el coste de las posibilidades estuviera detallado con claridad. Los impulsaron minorías entusiastas y enardecidas, inspiradas por el temor y la esperanza, tanto frente a Rusia como a la Europa occidental, más una gran variedad de imágenes políticas extraídas de toda la diversidad del espectro político.

En noviembre y diciembre, cientos de miles de personas se manifestaron por las gélidas calles de Kiev para protestar que Yanukóvich hubiera rechazado bruscamente el acuerdo de asociación. No se intentaba dar un golpe de Estado, y Yanukóvich podría haber dejado pasar la excitación; pero, mal aconsejado por Moscú, decidió responder con dureza.

Usó la mayoría parlamentaria para imponer cambios constitucionales, con lo cual, el 16 de enero, desató una segunda oleada de protestas masivas, acompañadas en esta ocasión por la ocupación de edificios gubernamentales por todo el país. En este momento, la Unión Europea y Estados Unidos se implicaron abiertamente. La intervención de Washington quedó de relieve, en toda su profundidad, por una conversación grabada —tristemente famosa — entre Victoria Nuland, subsecretaria de Estado para los asuntos de Europa y Eurasia, y el embajador de Estados Unidos en Ucrania, una conversación que desvela cómo eran las relaciones entre Estados Unidos y la Unión Europea, en este momento, y hasta qué punto se quería instrumentalizar a los políticos ucranianos. El 28 de enero de 2014, mientras Nuland analizaba posibilidades con el embajador Pyatt, dejó caer el siguiente comentario: «Eso sería genial, creo, para ayudar a resolver todo esto y hacer que la ONU lo resuelva y, bueno, a la UE, que le den». Para el gusto de Nuland, la Unión Europea se movía con demasiada lentitud y no parecía querer ceder nada ante el presidente Yanukóvich, aun a pesar de que unos pocos meses atrás se había esforzado por establecer un prolijo acuerdo de asociación. Sin vacilar, el embajador Pyatt respondió: «Tenemos que hacer algo para que la cosa no estalle, porque ten por seguro que como la cosa empiece a subir, los rusos actuarán entre bambalinas para torpedearlo».[45]

Dos semanas después, una resistencia desesperada en las calles de Kiev puso fin a la presidencia de Yanukóvich. El 21 de febrero, en conversaciones negociadas por los ministros de Exteriores de Alemania, Francia y Polonia, de las que fue testigo el representante de Putin en el país, se ofreció a Yanukóvich protegerlo en su posición hasta que se celebraran unas nuevas elecciones presidenciales, a finales de 2014. Pero como se había desvanecido tanto el apoyo de su propio partido como el de las fuerzas de seguridad, se lo pensó mejor y no corrió el riesgo.[46] Él también tenía presente el destino de Gadafi y, a primera hora del 22 de febrero, huyó dejando un vacío. Un nuevo gobierno provisional optó por saltarse los procedimientos constitucionales y asumir el cargo hasta unas nuevas elecciones, previstas para el 25 de mayo. Lo que la Unión Europea planteaba como una transición lenta se había convertido en un derrocamiento revolucionario. Sin esperar a los resultados de la votación, el gobierno provisional, dominado por Patria, el partido de Timoshenko, y unos pocos activistas del Maidán, actuó con rapidez para consolidar su

posición. Darían marcha atrás a la abrupta decisión de Yanukóvich en noviembre. Marcarían distancia con Rusia, firmarían el acuerdo de asociación con Europa y establecerían nuevos pactos financieros no con Rusia, sino con el FMI y la UE.

¿Cómo iba a reaccionar Moscú? Los dos bandos habían hecho hincapié en que la decisión de Vilna, en noviembre de 2013, era un punto de inflexión estratégico. Gracias a la mezquindad de la oferta del FMI y la UE, Moscú había obtenido una victoria importante. Esta había sido contrarrestada por protestas populares y un cambio de régimen que, aunque tenía el apoyo de una parte considerable del pueblo ucraniano, era de dudosa legalidad y, a todas luces, respondía a los intereses occidentales. Así pues, para Rusia, conformarse con este resultado habría sido peor aún que la posibilidad de que Yanukóvich hubiera optado por firmar el acuerdo de asociación. En la noche del 22 al 23 de febrero, el Kremlin decidió actuar. Aprovechando las protestas locales y activando unos planes preparados en 2008 para contrarrestar una intervención rápida de la OTAN, el 27 de febrero de 2014 tropas rusas, sin apenas disimulo, tomaron el control de la península de Crimea.[47] Unos pocos días más tarde, para seguir reforzando la presión sobre Kiev, Rusia respaldó un levantamiento separatista en la región oriental de Donetsk.

III

El choque general —económico, político y diplomático— entre Occidente y Rusia que ya se había pronosticado en 2008, con la guerra librada indirectamente por los dos bandos en Georgia, se había desatado ahora y en un escenario mucho mayor. Con la integridad territorial de Ucrania en juego, el 13 de abril de 2014 el gobierno provisional de Kiev lanzó una operación «antiterrorista» con la intención de recuperar el control de la cuenca del Donetsk. En Washington y los cuarteles de la OTAN algunos pedían proporcionar a Kiev una ayuda militar directa y regresar abiertamente a la guerra fría. A McCain y otros halcones republicanos les habría encantado reunir un equipo de guerra. Esto quizá habría contribuido a devolver la coherencia a su partido, que vivía tiempos revueltos. Pero Obama, como había hecho ya en 2013 en Siria, se negó a autorizar la escalada.[48] En Europa no se apoyaría una acción militar. Esto no equivalía a negarle armas a Ucrania; como en Siria, las recibiría, pero por canales

clandestinos. En su fachada pública, Occidente reaccionó imponiendo sanciones económicas.

La actuación de Putin siempre se había guiado por el principio de que la geopolítica pasaba también por la geoeconomía. En Ucrania, la disputa por las negociaciones comerciales y los tratados aduaneros había dado paso a una guerra no declarada. Ahora la economía se utilizaría como un arma en sí misma. ¿Hasta qué punto? Para presionar a Irán, Estados Unidos había desarrollado un régimen de sanciones de una eficacia feroz. Rusia, al ser una economía integrada globalmente, era mucho más vulnerable. No era solo que las empresas rusas tuvieran que exportar, sino que habían bebido sin mesura en la fuente de los créditos baratos en dólares: a principios de 2014 debían 728.000 millones de dólares.[49] Pero por la misma razón, en Occidente también estaban en juego intereses cuantiosos. Dejando a un lado cualquier otra consideración, Rusia era el segundo principal suministrador de petróleo y gas a los mercados mundiales. En una época de fragilidad extrema en las economías emergentes, Estados Unidos no quería precipitar más tensiones en los mercados de bienes. Para la frustración de los partidarios de la línea dura, Estados Unidos se moderó y no aplicó toda la potencia de su mecanismo sancionador. Optó por dirigirse contra miembros concretos de la camarilla próxima a Putin, el más destacado de los cuales era Igor Sechin, jefe de la gigantesca petrolífera Rosneft.[50] Además, Washington limitó el acceso a los mercados de capital de varias empresas clave: Rosneft, Novatek, Gazprombank y VEB.[51] No era una acción inocua, pero distaba de ser decisiva porque las relaciones económicas ruso-estadounidenses eran limitadas.

La cuestión crucial era si Europa apoyaría con todo su peso las sanciones de Estados Unidos. El comercio entre Rusia y la Unión Europea era diez veces mayor que el existente con los norteamericanos y, por su parte, la UE recibía el 41 % de todas las exportaciones rusas. Esto aumentaba la capacidad de influencia de la Unión Europea, pero también significaba que tenía más que perder. Algunas figuras de la empresa y la política alemanas, como el ex canciller Gerhard Schröder, siguieron cultivando relaciones de amistad con Putin incluso mientras las tropas rusas hacían incursiones en Ucrania. En Francia se construían dos portaaviones que eran pedido de Rusia. Las empresas energéticas de Italia tenían participaciones importantes en proyectos del mar Negro. Londres, el patio de juego de los oligarcas, era la escena crucial de las posibles sanciones. El

Gobierno de Cameron hablaba mucho, pero no actuó con la misma rapidez. Por otro lado, la cuestión no se reducía a los intereses económicos. En Alemania imperaba el escepticismo sobre cualquier alianza apresurada con Estados Unidos.[52] Desde el verano de 2013, el escándalo de espionaje de la Agencia de Seguridad Nacional (NSA, por sus siglas en inglés) había enturbiado mucho las relaciones germano-estadounidenses. Un año después, el porcentaje de alemanes que veían en Estados Unidos a un «socio fiable» se reducía al 38%, una cifra inaudita desde los tiempos de Bush.[53] Así, mientras que el 68 % de los estadounidenses era partidario de incluir a Ucrania en la OTAN, el 67% de los alemanes estaba en contra. Una cantidad similar de alemanes (el 63 %) era contraria a permitir el ingreso de Ucrania en la Unión Europea.

Así, la Unión Europea solo fue capaz de acordar sanciones individualizadas contra dieciocho figuras destacadas de Rusia. El ala derecha del Congreso de Estados Unidos se indignó. El senador John McCain declaró: «Si los europeos deciden que las consideraciones económicas impiden adoptar sanciones rigurosas contra Vladímir Putin [...] están haciendo caso omiso de las lecciones de la historia».[54] En 1938, el apaciguamiento había fracasado con Hitler; con el señor Putin no iba a funcionar mejor. En mayo la tensión transatlántica era tan elevada que Merkel y Obama se apresuraron a organizar negociaciones en la Casa Blanca. Para Merkel era obvio que había que hacer algo, pero no podía prescindir de la opinión pública europea y, por otro lado, los exabruptos de McCain no ayudaban en nada. Los dos acordaron que Obama frenaría a los halcones estadounidenses y Merkel intentaría arrancar un consenso europeo a favor de medidas más duras.

Entre tanto, si no había una ayuda militar directa, y las sanciones que se aplicaban a Rusia eran mínimas, ¿Occidente le proporcionaría a Ucrania, al menos, una asistencia financiera generosa? Tan solo para cumplir con las obligaciones pendientes, Kiev calculaba que necesitaba 35.000 millones durante dos años. La cifra no distaba mucho de la presentada por el régimen de Yanukóvich seis meses antes, que había sido rechazada de plano. En marzo de 2014, Kiev solicitó 15.000 millones de dólares al FMI. La administración de Obama respaldó la petición e intentó utilizarla también para romper el bloqueo del Congreso sobre la reforma del FMI. Así, la administración vinculó una garantía de préstamo a Ucrania de 1.000 millones de dólares, que la derecha republicana veía con buenos ojos, con

una propuesta de desbloqueo de los fondos del FMI.[55] La Casa Blanca hizo hincapié en que la crisis ucraniana ponía de manifiesto que el FMI poseía una importancia estratégica para Estados Unidos. Los críticos del FMI, en todo el mundo, se abalanzaron sobre esta afirmación: quedaba claro que el FMI, en realidad, servía a los intereses políticos de Estados Unidos.[56] Salvo que, en el Congreso, los republicanos no transigieron y rechazaron la propuesta de financiación del FMI.

Lagarde y el FMI siguieron adelante pese a no contar con el respaldo uniforme de Estados Unidos.[57] Si Ucrania hubiera sido un país bien dirigido, en paz y con instituciones capaces de aportar la mayor parte de lo debido, el endeudamiento no habría resultado ni mucho menos excesivo. Pero Ucrania no cumplía esas condiciones. Dada la enorme incertidumbre política, la inseguridad provocada por la intervención de Rusia y la debilidad de las instituciones ucranianas, cabía haber pensado más bien en lo contrario: reconocer la insolvencia del país. Había que condonar la deuda. Una actuación estándar del FMI, en circunstancias similares. Pero Ucrania no era un caso corriente. En 2010 se había financiado a Grecia por considerarla una «excepción sistémica»: el riesgo de un contagio financiero justificó un rescate insostenible. En abril de 2014, en Ucrania, el riesgo sistémico se reformuló en términos geopolíticos. Los titulares principales del FMI no querían que el acosado régimen prooccidental de Kiev se declarase en bancarrota a las pocas semanas de haberse producido una revolución contra Putin. Así pues, aun pesar de los riesgos evidentes y de que Ucrania tenía un historial de incumplimientos espantoso, el FMI se lanzó a la piscina una vez más. A partir de afirmaciones entusiastas sobre un programa de reforma y declaraciones sobre una recuperación económica que no era en absoluto realista, el FMI inventó un escenario que le permitió prestarle a Ucrania 17.000 millones de dólares durante dos años. La Unión Europea añadiría otros 11.000 millones de euros; Estados Unidos, garantías de crédito por valor de otros 1.000 millones de dólares; Japón también contribuyó. Además, la Unión Europea acordó eliminar los aranceles al 98 % de las exportaciones ucranianas. Se proyectó instaurar la libertad de circulación para 2015. Para el invierno, la Unión Europea prometió respaldar el suministro energético de Ucrania aportando un flujo de gas que atravesaría Eslovaquia, Polonia y Hungría.

Era un esfuerzo importante. Pero quedaba lejos de lo que Ucrania necesitaba. La ayuda de Europa se iría distribuyendo a lo largo de siete

años. El préstamo del FMI, como siempre, estaba asociado a condiciones rigurosas: había que subir los precios del gas un 56 % y reducir el coste salarial gubernamental en un 10 %.[58] Había que liberalizar el cambio de divisa, para que el tipo se ajustara a un nivel competitivo, en lo que suponía una operación muy arriesgada que, probablemente, afectaría sobremanera a los bancos ucranianos. El peligro mayor eran las operaciones militares de la zona occidental de Ucrania. El FMI nunca había prestado dinero a un país en guerra. En esta ocasión, al aprobar el paquete de medidas de abril de 2014, el Fondo sencillamente hizo caso omiso de las pruebas del agravamiento del conflicto. Según admitió Lagarde en una declaración de prensa, esto comprometió, desde buen principio, la viabilidad del programa en su conjunto.[59] Pocos días después de que el paquete financiero se aprobara, se puso de manifiesto que Ucrania se enfrentaba de hecho al peor escenario imaginable. En vez de calmarse, el conflicto de la zona oriental se agravó.[60] A principios de mayo, ante la necesidad de reclutar un ejército, Kiev tuvo que reintroducir el servicio militar obligatorio. Cuando el oligarca Petró Poroshenko asumió la presidencia del país, en la última semana de mayo de 2014, se vio ante un imposible: implantar el programa de austeridad del FMI al mismo tiempo que libraba una guerra; una guerra, por otro lado, que Rusia no iba a permitir que Ucrania venciera. La única esperanza de Kiev era que la escalada militar ejerciera tanta presión sobre la frágil economía de Ucrania que la apuesta política tuviera que aclararse y Occidente se viera obligado a intervenir en el conflicto.

En julio, una vigorosa ofensiva de las fuerzas ucranianas estaba a punto de derrotar a los rebeldes de la cuenca del Donetsk. Moscú respondió abasteciendo de nuevo a las milicias subversivas con armamento pesado. Así, un enfrentamiento caracterizado por escaramuzas de pequeña escala se fue convirtiendo en una guerra más o menos abierta, que implicaba la movilización de decenas de miles de personas, con miles de bajas y el desplazamiento forzoso de multitudes. El 17 de julio, una batería antiaérea de los insurrectos, provista con misiles rusos de nuevo cuño, informó con satisfacción de que había derribado un transporte pesado. Resultó ser un vuelo de Malaysian Airlines, el MH17, con un total de 298 personas a bordo, entre pasajeros y tripulación. Solo la indignación moral derivada de este escándalo permitió a Merkel aprobar un régimen de sanciones mucho más potente. La Unión Europea bloqueó la exportación a Rusia de cualquier equipamiento de las industrias militar y del petróleo, así como que los

bancos y las corporaciones energéticas del Estado ruso con sede en la Unión Europea emitieran deuda a largo plazo. Estados Unidos, por su parte, restringió el acceso de Sberbank a los mercados de capital y presionó a ExxonMobil y BP para que abandonaran la colaboración con socios energéticos rusos. Pero en el siglo XXI, toda sanción auténticamente rigurosa pasaba por las finanzas. En septiembre de 2014, Rosneft, Transneft, Gazprom, Novatek, Sberbank, VTB, Gazprombank y el Banco de Moscú, más los fabricantes de armas United Aircraft Corporation y Kaláshnikov, quedaron excluidos de los mercados financieros occidentales. Dos de los bancos más estrechamente ligados a Putin y su entorno se quedaron con cientos de millones de dólares congelados en cuentas estadounidenses.[61]

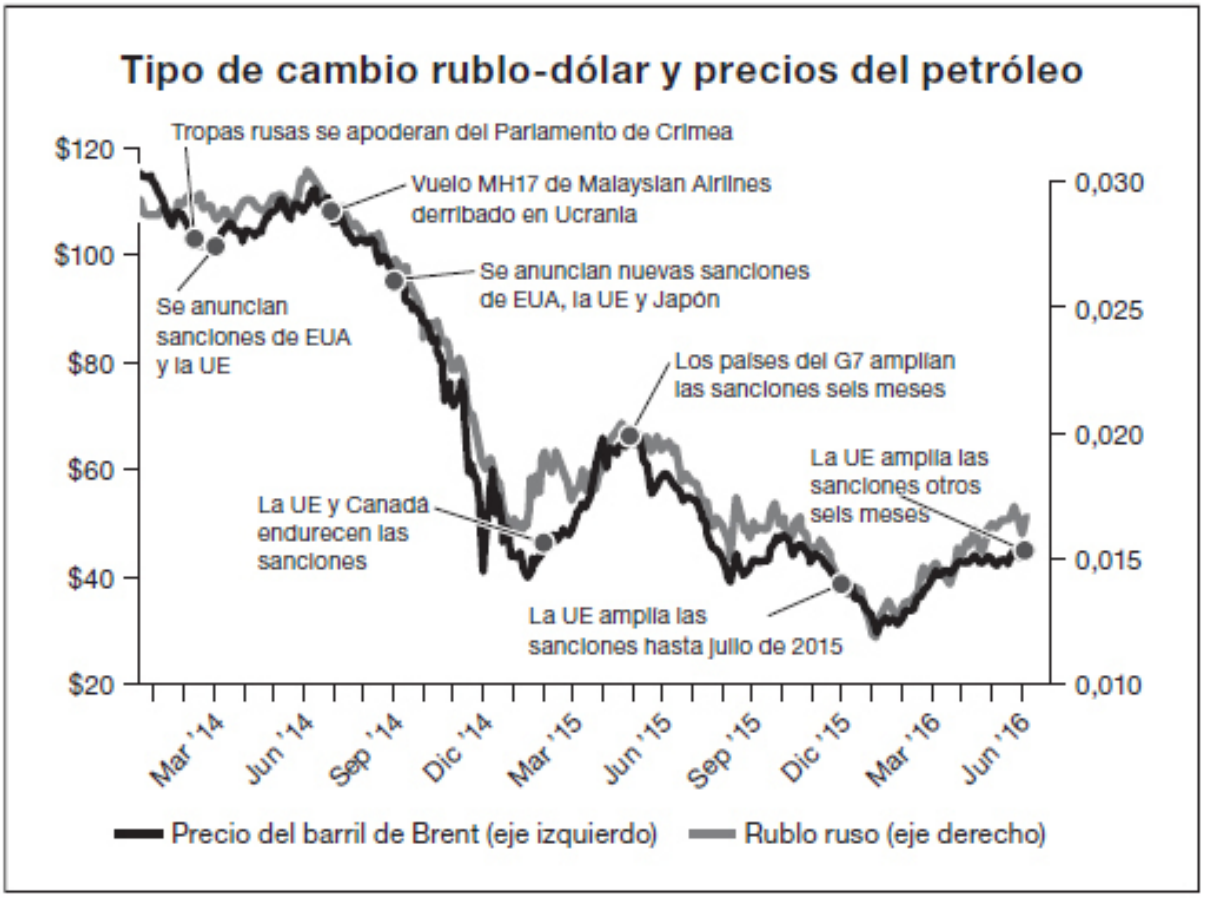
Moscú, por su parte, replicó con represalias más clásicas. No cortó el abastecimiento de gas. Sin embargo, prohibió toda importación agrícola de Europa, a la vez que incrementó el apoyo militar a los rebeldes de la cuenca del Donetsk, que organizaron una contraofensiva sangrienta el 23 y 24 de agosto. La línea del frente quedó congelada y Kiev se vio obligado a aceptar un alto el fuego en el que Alemania y Francia actuaron como mediadores, el 5 de septiembre. La nueva guerra fría entre Rusia y Occidente se había agravado hasta dar origen a un enfrentamiento general y violento; había llegado el momento de la prueba de fuerza.

IV

Desde la conmoción de 2008, Rusia había reconstruido su posición financiera oficial. A principios de 2014, Moscú contaba con reservas de divisas extranjeras por valor de 510.000 millones de dólares. Como en 2008, la vulnerabilidad no afectaba al Estado, sino al sector privado globalizado. Aunque los oligarcas, como era de esperar, siguieron a pies juntillas las indicaciones de Putin, los mercados no mentían. La escalada de tensiones por Ucrania causó, de inmediato, un flujo de salida de capital. Cuando el Consejo de la Federación, el sábado 1 de marzo de 2014, dio su patriótica aprobación al despliegue de tropas rusas en territorio ucraniano, le siguió un «lunes negro», el 3 de marzo, con un espectacular hundimiento bursátil del 11-12 %.[62] Para los bancos rusos internacionalizados, como Sberbank —un gigante que controlaba el 28 % de los activos bancarios rusos—, las sanciones crearon una situación verdaderamente esquizofrénica. El presidente de la junta directiva de esta entidad, Herman

Gref, tuvo que reconocer que el 50 % de las acciones negociables de Sberbank estaban en manos de inversores estadounidenses y británicos, pero que al banco se le había vetado obtener fondos en Occidente.[63] Por fuerza, a lo largo de 2014, las compañías rusas redujeron su endeudamiento exterior de 729.000 a 599.000 millones de dólares, pero para que pudieran hacer este reembolso, el banco central tuvo que desplegar sus reservas.[64] La tensión se fue incrementando, pero no estalló como crisis hasta otoño.

La tercera ronda de sanciones, en la estela del derribo del MH17, hizo mucho daño. Al mismo tiempo, la Reserva Federal de Janet Yellen acabó de poner fin a la tercera fase de la expansión cuantitativa, endureciendo las condiciones de acceso al crédito en todo el mundo. Por otro lado, en la OPEP se cortó la cooperación entre los miembros. Arabia Saudí canceló las restricciones de producción y los precios del petróleo se derrumbaron. En otoño de 2014, con o sin sanciones, Rusia se habría hallado en serias dificultades económicas. Pero la suma de las sanciones, el endurecimiento monetario de la Fed y un hundimiento en los precios de los productos básicos tuvo un efecto devastador. Tan devastador, de hecho, que se ha planteado la duda de si la conjunción fue meramente accidental o si Estados Unidos y los saudíes estaban colaborando en contra de Rusia.[65]



Fuente: Bloomberg, «Global Investors».

La política petrolífera es un campo abonado para las teorías de la conspiración. No cabe duda de que existen canales extraoficiales entre Washington y Riad. El secretario de Estado Kerry estuvo en el Golfo en otoño de 2014. A los saudíes no les faltaban razones para actuar; si no por Ucrania, desde luego por Siria.[66] Junto con Irán, Rusia era el apoyo principal del inflexible régimen de Al-Ássad; Arabia Saudí, en cambio, era un enemigo acérrimo de este. No se conocen pruebas concluyentes; para explicar la coincidencia tampoco es necesario acudir a una conspiración. El mercado del petróleo tenía sus propias tensiones. La nueva tecnología estadounidense de la fracturación hidráulica había abierto una nueva fuente de abastecimiento que era barata y sumamente elástica. Desde el punto de vista de la economía rusa, en todo caso, la motivación última era irrelevante. Los precios del petróleo cayeron de los 112 dólares por barril de junio a cerca de 60 en diciembre de 2014, y siguieron bajando. Añadido a las sanciones y el encarecimiento de los créditos, fue todo un golpe.

En octubre, el banco central ruso intervino con decisión para contener el riesgo inminente de que el rublo se desfondara. Pero tenía que dosificar las reservas, por lo que en noviembre salió del mercado. La cotización de la divisa nacional, que estaba en 33 rublos por dólar antes de que se iniciara la crisis ucraniana, había caído hasta los 49 el 1 de diciembre de 2014. Era una noticia espantosa para los deudores corporativos rusos, que debían reembolsar 35.000 millones de dólares antes de fin de año. Hubo una carrera por la supervivencia. Rosneft, que debía devolver 10.000 millones de dólares, se lanzó a los mercados a acumular euros y dólares.[67] Para las empresas menos fuertes, la situación era insostenible. En diciembre, Trust Bank, uno de los prestamistas principales, y UTair, la tercera aerolínea de Rusia, quebraron, y el banco central se vio obligado a ofrecer garantías para el conjunto del sector bancario.[68] En la mañana del lunes 15 de diciembre, el rublo se derrumbó y acabó el día con un hundimiento del 8 %. Aquella misma noche, tras una larga sesión de negociaciones en las que participó el propio Putin, el banco central decidió elevar de golpe los tipos de interés, del 6,5 % al 17 %. El anuncio se hizo a la 1.00 de la madrugada. Se pretendía tranquilizar a los inversores y castigar la especulación, pero no funcionó. Se interpretó como un signo de pánico, no de tranquilidad. El 16 de diciembre fue un «martes negro»: tras la apertura, el mercado de divisas experimentó una caída libre, y al terminar el día, el cambio se cifraba en 80 rublos por dólar. Al día siguiente Sberbank fue blanco de un ataque concertado. Un millón de clientes recibieron mensajes de texto enviados desde fuera de Rusia que advertían que la entidad quedaría aislada por completo de las fuentes de liquidez exterior. El 18 de diciembre se retiraron 6.000 millones de dólares; durante la semana, el total ascendió a 20.000 millones.[69, 70] Era una estampida espectacular, incluso comparada con lo vivido en 2007-2008.

Los oligarcas habían vuelto a quedar desprotegidos. Los cálculos no son uniformes, pero la combinación del embrollo ucraniano, el derrumbe de los precios del petróleo y la agitación de diciembre de 2014 costó a las veinte mayores fortunas de Rusia entre 62.000 y 73.000 millones de dólares.[71] Una vez más, Putin pidió favores y exigió actuaciones. Se aprobaron medidas que exigían el fin de la acumulación de riqueza en el extranjero; se ofreció una amnistía a los que aceptaran traer de nuevo su dinero al país. Entre tanto, el banco central intentó reconducir la situación incrementando la seguridad de los depósitos y recapitalizando a los bancos en problemas.

El presidente Putin pidió a las autoridades que dejaran de lado los principios generales; debían abordar el estado del país «manualmente», tras una inspección atenta de las necesidades. Pero un principio general no se abandonaría: Rusia no quería arruinar su reputación a ojos de los inversores extranjeros y, por lo tanto, no recurriría a controles del capital. Para proporcionar el cambio de divisas necesario, el banco central optó en su lugar por beber de sus propios recursos, que el 26 de diciembre se habían reducido a tan solo 388.500 millones de dólares. Esto amortiguó la caída del rublo, pero no acabó con la presión. Las agencias de calificación occidentales empezaron por degradar a Gazprom; en enero bajaron el *rating* de Rosneft, Transneft y Lukoil. Entonces el rublo se hundió un 7 % y cedió de nuevo buena parte del terreno recuperado desde finales de 2014.[72] Esto, a su vez, puso sobre la mesa la cuestión de las reservas del banco central. Lo que Rusia se estaba esforzando por contener era algo similar al círculo vicioso de la deuda soberana que había amenazado a la zona euro hasta 2012. Pero ahora no solo estaba en juego la solvencia financiera, sino la victoria en un tenso enfrentamiento geopolítico.

En su primer período de presidencia, Putin había sustentado la legitimidad, en buena medida, en una recuperación continuada de las condiciones de vida. La crisis de 2008 acabó con el relato de la mejora. Desde 2014, las expectativas económicas empeoraron todavía más. Durante el invierno de 2014-2015, el PIB se estaba reduciendo en un porcentaje superior al 10 % anual, que no se estabilizaría hasta la segunda mitad de 2015. Para los rusos de la calle, la crisis de 2014-2015 fue mucho más dura que la de 2008-2009. Los salarios reales sufrieron una caída más pronunciada y rebotaron con menos vigor. La Rusia que surgió del choque ucraniano fue, sobre todo, un régimen nacionalista a cuyos ciudadanos se invitaba a pagar la factura que fuera necesaria para que la nación emergiera de nuevo en el escenario global. Era duro, pero la tarea no pasaba mal; de hecho, en cierto sentido, podría decirse incluso que resultaba algo conveniente.[73] Como primer ministro, durante la crisis de 2008, Putin se había lanzado con todo a combatir la crisis interna.[74] Desde que regresó a la presidencia, en 2012, el Kremlin había estado fomentando el nacionalismo para compensar las deficiencias del crecimiento económico y las malas expectativas electorales. Dado el hundimiento de los precios del petróleo en 2014-2015, era de esperar que se optara por avivar el sentimiento nacionalista. La crisis de Ucrania sucedió en el momento perfecto. Incluso

con la fragilidad económica, la popularidad personal de Putin pasó del mínimo de 2013 (en torno del 45 %) a un récord de aprobación del 89 %, en junio de 2015.[75]

Rusia lo estaba pasando mal, pero si la economía era un arma, lo era de doble filo. No se podía perjudicar a Rusia sin perjudicar a sus vecinos. La tan temida crisis de los mercados emergentes afectó con especial gravedad al mundo postsoviético.[76] Entre finales de 2103 y principios de 2015, las divisas de Kazajistán, Azerbaiyán y Bielorrusia se devaluaron un 50 % frente al dólar. Las monedas kirguisa, moldava y tayika perdieron entre un 30 y un 35 % de su valor. Por toda Asia central, se produjeron subidas bruscas de los tipos de interés y se creó una enorme presión sobre los balances contables de los bancos y negocios que se habían globalizado y endeudado en el exterior.[77] Entre tanto, los ingresos familiares se redujeron por el hundimiento de las remesas que enviaban los trabajadores emigrados a Rusia.[78] En Tayikistán —el país del mundo que más depende de las remesas, porque cerca de la mitad de los varones en edad de trabajar se ganan el pan en Rusia— se corría el riesgo de sufrir un hundimiento catastrófico de los ingresos familiares y en divisas. Kirguistán —el segundo país de la lista encabezada por Tayikistán— también quedó gravemente afectado.[79]

Pero si la crisis pasó factura en toda la región, el epicentro del terremoto se situó en la propia Ucrania. En el rescate de emergencia de abril de 2014, el FMI había empezado valorando la situación económica de Ucrania desde un tipo de cambio de 12,5 grivnas por dólar. El FMI había exigido a Kiev que instaurase controles de divisas, para impedir la huida de capitales, y que dejara flotar la propia moneda y permitiera que los precios interiores se ajustaran al nivel que resultara necesario para asegurar la viabilidad de las empresas gasistas de propiedad gubernamental. Si se hubiera actuado así, el programa habría machacado por igual a los ucranianos corrientes y a los acaudalados, que habrían visto sus fondos atrapados en una divisa en depreciación. El banco central de Ucrania hizo lo contrario:[80] permitió que miles de millones de dólares huyeran del sistema bancario ucraniano y dedicó sus preciosas reservas de divisas para frenar la degradación de los tipos de cambio. En consecuencia, los precios subieron un 50 %, pero los ucranianos más ricos permutaron sus activos a dólares con tasas de cambio favorables. En total, el proceso engulló 8.000 millones de dólares de las reservas de divisas. Daba igual cuánto dinero se bombeara al interior del

país: todo se perdía de nuevo hacia el exterior. Con las reservas agotadas hasta unos míseros 4.700 millones de dólares, en febrero de 2015, el banco central renunció y abandonó los tipos de cambio. Mientras las potencias europeas se esforzaban por avanzar diplomáticamente y los halcones de Washington y los cuarteles de la OTAN instaban a tomar las armas con determinación, la divisa perdió un 50 % en tan solo veinticuatro horas, entre el 5 y el 6 de febrero.[81] Los precios se ajustaban cada día y, para luchar contra el acaparamiento, se introdujo un sistema de racionamiento de hecho, que limitaba la compra personal a cantidades fijas de harina, aceite, arroz y trigo sarraceno. Entre tanto, el PIB cayó casi un 18 %, anualmente, con lo cual las deudas de Ucrania resultaban cada vez más insostenibles.

Mientras en la cuenca del Donetsk se seguía combatiendo, la legitimidad del gobierno surgido de la revolución de 2014, como la de su predecesor en 2004, se evaporaba frente a la gravedad de los problemas económicos. Para evitar el colapso del nuevo régimen ucraniano, en la primavera de 2015 no había otra alternativa que proseguir con la ayuda exterior. El 11 de marzo de 2015 el FMI volvió a dedicar su atención a Ucrania y recuperó el acuerdo del año anterior, valorado en esta ocasión en 17.500 millones de dólares. Sería la piedra angular de un pacto cuatrienal, de 40.000 millones de dólares, sostenido por la Unión Europea. Pero en este caso, por fin, el FMI admitió que habría que reestructurar la deuda.

V

En 2014, la crisis general, tanto geopolítica como financiera, que había amenazado a la esfera postsoviética en 2008, se había hecho realidad. El veredicto que arrojó, en cuanto a la hegemonía de Estados Unidos y su sistema de alianzas, fue como mínimo ambiguo. El levantamiento popular había obligado a Ucrania a oscilar hacia Europa. El acuerdo de asociación que el presidente Poroshenko se había apresurado a firmar en junio de 2014 fue ratificado definitivamente en julio de 2017. Occidente no había dejado caer a Ucrania. Pero tampoco había salvado al país de la crisis. Su posición financiera seguía siendo precaria. El convenio de reestructuración de la deuda que se terminó suscribiendo en agosto de 2015 satisfizo, desde el punto de vista formal, la exigencia del FMI relativa a la implicación del sector privado. Pero, de hecho, impuso unas pérdidas mínimas a los fondos de inversión libre que habían engullido la deuda de la agobiada Ucrania.

Apenas sirvió para reducir la hipoteca del país, pues solo redujo la deuda de 71.000 a 67.000 millones de dólares; el PIB, entre tanto, seguía a la baja.[82] La viabilidad del conjunto de la intervención dependería del curso impredecible de la reforma nacional y la intensidad del enfrentamiento con Rusia, pues ni Estados Unidos ni la Unión Europea habían reunido los medios o la voluntad política precisos para ponerle fin de una vez. En lo que respectaba a Rusia, incluso en combinación con el hundimiento de los precios del petróleo, las sanciones fueron dolorosas, pero no decisivas. En la primavera de 2015, el régimen de Putin había recuperado el control de la situación. Cuando los precios del petróleo empezaran a estabilizarse —si lo hacían—, Moscú recuperaría la posición. Las sanciones, por otro lado, no tardaron en perder casi toda la popularidad en el seno de la Unión Europea. Para asombro general, de hecho, Rusia halló simpatizantes destacados incluso en Estados Unidos. Mientras dejaba pasar el tiempo, Moscú podía causar problemas en el Oriente Próximo, pescar en las aguas revueltas de Estados Unidos y buscar nuevos socios estratégicos en otros lugares del mundo.

Durante la guerra fría, la interacción entre Washington, Pekín y Moscú había resultado crucial para el viraje en el equilibrio del poder. En principio, una China en vías de resurgimiento podía elegir con libertad. No tenía ninguna razón particular para preferir a Putin. Pero en la primavera de 2014, en la arena del Asia oriental, la tensión existente entre China y Japón llegó a una intensidad peligrosa. Washington comunicó que estaba resuelto a respaldar a su socio, de importancia estratégica; no permitiría que el gigante asiático hiciera realidad sus planes en el mar de la China meridional. Pero endurecer la posición en Asia al mismo tiempo que estaba lidiando con Rusia en Europa tenía costes. A Rusia le ofrecía una ocasión que Putin no desaprovechó. En la primavera de 2014, cuando se puso de manifiesto que la batalla con Occidente iba en serio, los líderes moscovitas decidieron buscar una alianza estratégica con China.[83] China apoyaría a Rusia contra Occidente. Si Estados Unidos y la Unión Europea estaban resueltos a librar una batalla económica con Rusia, esta encontraría mercados en China y fuentes de capital en Shanghái y Hong Kong. China, por su parte, que topaba con resistencia en la zona marítima meridional, podía construir una vía euroasiática terrestre a través de Rusia y la Europa central. La Unión Europea no había mostrado interés por sumarse a los estadounidenses en la «alianza para la contención *de facto*» de China. Rusia

actuaría como puente. La primera piedra se puso en mayo de 2014, cuando Rusia y China suscribieron un acuerdo gasista por valor de 400.000 millones de dólares.[84]

Aunque la lógica estratégica estaba clara, en la práctica, Moscú topó con muchas dificultades a la hora de entablar negocios con los chinos, que negociaban con dureza. Los oligarcas rusos, sometidos a mucha presión, no querían firmar convenios de largo plazo si no los podían negociar desde una posición de fuerza. Tender la infraestructura necesaria para conectar con el este resultaba extraordinariamente oneroso, y la élite rusa recelaba de la conveniencia de abrir Siberia —todavía más— a la influencia china. La diplomacia del gas, en una época en la que los precios de los combustibles fósiles eran muy inestables, era una empresa volátil. Sin embargo, para Moscú, como para Pekín, lo que estaba en juego iba más allá de la economía. Se trataba de redefinir los equilibrios de poder y consolidar la multipolaridad. Quien dictaría el orden del siglo XXI no sería la potencia hegemónica hasta aquel momento, sino el poder ascendente de Asia y sus aliados. Con este movimiento, Moscú y Pekín estaban pasando también una nueva página final del siglo XX.[85] La lista de invitados a las celebraciones de la victoria obtenida en la segunda guerra mundial, en 2015, era más que simbólica. Setenta años después de aquella lucha en la que China, Rusia, Estados Unidos, Gran Bretaña y Francia se habían unido en contra del Eje, China y Rusia construían una nueva relación que, en potencia, podía redefinir Eurasia. En Moscú, el 9 de mayo, y en Pekín, el 3 de septiembre, Xi Jinping y Vladímir Putin fueron mutuos invitados de honor de unas ceremonias conmemorativas espectaculares. Obama, Cameron, Hollande y Merkel excusaron su asistencia.[86] En la primavera de 2015 el único líder occidental que buscó el apoyo de los antiguos aliados de la segunda guerra mundial fue el primer ministro de Grecia, cuyo gobierno de izquierdas se hallaba en una posición muy difícil.

Capítulo 22
#THISISACOUP

En las manifestaciones del Maidán del invierno de 2013-2014, los ucranianos ondearon con entusiasmo la bandera azul de la Unión Europea. Tras el desgaste de las batallas de la zona euro, resultaba cierto alivio, para Europa, que alguien celebrara su existencia en algún lugar. Los manifestantes proeuropeos de Kiev ensalzaban Europa como futuro: representaba una promesa de democracia, libertad, prosperidad, imperio de la ley, «la buena Europa». Era una imagen que procedía de la década de 1990 y los primeros años del nuevo siglo, cuando Europa se congratulaba por el fin de la guerra fría, el crecimiento económico y la perspectiva de una «unión cada vez más estrecha». Para algunos expertos, tanto en el Viejo Continente como en Estados Unidos, el choque con Putin suponía una oportunidad de reafirmar esa visión frente a la amenaza exterior.[1]

En la estela de las crisis del euro, de 2008 a 2012, la cuestión era si la amenaza que se cernía sobre la buena Europa procedía, de hecho, del interior o del exterior. La estabilización de la eurozona en 2012 —que el resto del mundo contemplaba con inquietud— se había basado en un acuerdo entre Alemania, Italia, España, Francia y los demás. El motor del pacto fue el miedo a que una escalada derribara primero a España y luego a Italia. Un año después, la fase aguda de la crisis había pasado. Pero cuando la segunda recesión que afectaba Europa, muy poco después de la primera, empezó a dejarse sentir en toda su intensidad, la Unión Europea entró en una nueva fase de descontento.

I

La estabilización de la zona euro en 2012 estaba condicionada a una expectativa de más avances. Este era el programa con el que el Consejo Europeo del 28-29 de junio había abordado la crisis española. Era el mensaje que Draghi había transmitido en Londres. El pacto fiscal, la unión bancaria, el desarrollo del Mecanismo Europeo de Estabilidad y el programa de operaciones monetarias de compraventa (OMT, por sus siglas

en inglés) del BCE fueron pasos importantes hacia la consolidación de la zona euro. La cuestión, como siempre, era si sería suficiente y si la Unión Europea mostraría la voluntad de moverse a la velocidad requerida. En lo que atañía a la unión bancaria, todo estaba aún por hacer; y Berlín no tenía prisa a la hora de suscribir un fondo único de resolución hasta que se supiera en detalle cuán dañadas estaban las economías del sur de Europa.[2] Alemania y Francia estaban en absoluto desacuerdo al respecto de la crisis bancaria que había explotado en Chipre en 2013.[3] Entre tanto, Merkel seguía su propio proyecto reformista. No satisfecha con haber transferido a Europa la *Schuldenbremse*, también quería trasladar a nivel europeo la concepción alemana de la reforma del mercado de trabajo.[4] En 2013, el mantra de Merkel era la competitividad y el coste unitario de la mano de obra. Para esta cuestión, al igual que para la disciplina presupuestaria, Alemania quería contratos y normas.

Después de la crisis de la eurozona, Merkel gozaba de una autoridad poderosa y la situación de la economía alemana era la más cómoda entre las europeas. El mercado laboral había experimentado un ajuste y las exportaciones de Alemania eran acogidas por una demanda global en auge.[5] Así, aunque la exportación al resto de Europa no mejoraba, los alemanes tenían pocas razones para poner en duda el relato de su propio éxito nacional. Pero incluso en este remanso de prosperidad, los políticos alemanes no eran inmunes a la tensión. El eslabón débil de la cadena era el FDP, el socio de coalición elegido por Merkel desde 2009.[6] El programa del FDP —próximo a los intereses empresariales y partidario de una reducción fiscal— solía contar en Alemania con un apoyo sectorizado, incluso en el mejor de los casos. Su defensa del soberanismo nacional fue objeto de ataques crecientes en el transcurso de la crisis de la zona euro. Se habría sentido más cómodo en la oposición. Dentro de un gobierno obligado a buscar acuerdos sin tregua para mantener la cohesión de la eurozona, el FDP jugaba con cartas perdedoras. En 2012, Alemania acogió con indignación la propuesta de los eurobonos, y la nueva ronda de ayudas para Grecia, unida al activismo de Draghi, agravaron las dificultades políticas del partido. Estas se agudizaron aún más en la primavera de 2013, con la aparición del primer partido abiertamente euroescéptico de la política alemana moderna, Alternative für Deutschland (Alternativa para Alemania).[7] Aunque en 2015 continuó liderando la campaña contra la acogida estatal de refugiados, con lo que congregó a un electorado

xenófobo, la AfD la fundó, en origen, un grupo de profesores conservadores opuestos a la política pactista de Merkel en la zona euro. En las elecciones generales de septiembre de 2013, para alivio de la corriente central de la política alemana, el AfD quedó por debajo del mínimo del 5 % exigido para entrar en el Bundestag. Pero privó al FDP de una cantidad de votos suficiente para que este partido, por vez primera desde 1949, quedara también fuera del Parlamento. Gracias al fuerte aumento de votos de su partido, la CDU, Merkel fue elegida canciller por tercera vez, tras una nueva coalición con el SPD. El SPD, aunque había quedado en segundo lugar, negoció con dureza y exigió una parte considerable de las carteras principales. Pero la gran coalición proporcionaba a Merkel una amplia base parlamentaria, y la continuidad de Wolfgang Schäuble en el ministerio de Hacienda representaba una posición crucial para que la canciller siguiera desarrollando su programa. En septiembre de 2014, Schäuble se felicitó por poder anunciar al Bundestag que, por vez primera desde 1969, el presupuesto no incrementaría la deuda nacional ni en un euro. En un mundo conmocionado por la violencia en Ucrania, Siria e Irak, y aterrorizado por la epidemia de ébola —declaró— la solidez de las finanzas alemanas enviaría un mensaje de confianza.[8] El programa de contención de la deuda, en el que Alemania se había embarcado en 2009, se estaba haciendo realidad antes de lo previsto.

En el resto de la eurozona imperaban otras preocupaciones más inmediatas. Tanto en el ámbito económico como en el político, la presión no menguaba. La batalla contra la crisis de 2012 había parado la catástrofe inmediata. Pero la confianza había quedado tan dañada, entre 2011 y 2012, que la economía de la zona euro lo estaba pagando y la consolidación fiscal se imponía con sumo rigor. La profunda recesión no empezó a corregirse hasta la segunda mitad de 2013. Por entonces, el desempleo, en Grecia y España, había ascendido a máximos del 26-27 %. Cuando por fin se inició una recuperación, esta fue de una lentitud exasperante y quedó ensombrecida por las noticias, cada vez más sombrías, de los mercados emergentes. En 2014, con un descenso de precios en toda la economía mundial, la Unión Europea se vio acosada por el temor a la deflación. ¿La UE se estaba deslizando hacia las arenas movedizas que habían atrapado la economía de Japón desde la década de 1990, con deudas incobrables que pesaban sobre la recuperación y una demanda inadecuada que se alimentaba de sí misma?[9] ¿Cómo podía responder Europa? La inversión era más que

necesaria, pero el pacto fiscal limitaba los gastos gubernamentales. En España, que estaba atravesando uno de los ajustes más rigurosos, la inversión pública, tanto en infraestructura como en educación, sufrió un severo recorte.[10] Pero descontando la depreciación, quien tenía uno de los niveles de gasto público más bajos de Europa era Alemania. ¿El BCE cumpliría por fin la promesa de hacer «lo que haga falta»? Draghi había bajado los tipos, pero ¿el BCE daría un paso más y se embarcaría en una expansión cuantitativa?[11] Cuando la inflación se acercaba al cero y las expectativas se adentraban por un territorio negativo, parecía lógico, desde el punto de vista económico, que el BCE interviniera. Pero con el ascenso del resentimiento nacionalista en Alemania y un Bundesbank escocido aún por la derrota de 2012, los riesgos políticos no eran en absoluto desdeñables.

Mientras los economistas y políticos discutían sobre qué medidas convenía tomar, una gran parte de la población europea, sencillamente, consideró que había tenido bastante. Por toda Europa, las encuestas de opinión reflejaban una caída clara del apoyo a la Unión Europea, incluso en Estados donde, históricamente, se había contado con una abrumadora mayoría partidaria de la Unión.[12] En ese contexto, en marzo de 2014, llegaron las elecciones al Parlamento Europeo. Los resultados sacudieron a la clase política europea, porque los partidos nacionalistas y euroescépticos tuvieron un ascenso muy marcado. En Gran Bretaña ganó el UKIP. Más significativo aún: en Francia ganó el Frente Nacional, con un 25 % de los votos, frente a los conservadores de la UMP, con un modesto 20 %, y el Partido Socialista a la sazón en el gobierno, que tuvo que contentarse con el 14,7 %. El FN medró apelando a la profunda corriente francesa de nacionalismo, antisemitismo y racismo poscolonial. Pero desde enero de 2011, Marine Le Pen había emprendido una campaña para revertir la demonización de su partido, reformulándolo como vehículo del nacionalismo popular y dirigiéndolo contra la globalización y la Unión Europea. A su base pequeñoburguesa, el FN añadió un amplio sector de lo que antes se habría considerado electorado de izquierdas: desempleados y trabajadores no cualificados.[13] Cuando se preguntó a los votantes del FN, antes de las elecciones de mayo de 2014, qué les importaba más, mencionaron tres cosas. Para el 63 %, la gran prioridad era la inmigración. Un porcentaje similar planteó temas económicos. Pero la primera posición de la lista correspondió a la hostilidad a la Unión Europea: el 83 % de los

votantes del FN estaban convencidos de que pertenecer a la UE había agravado los efectos de la crisis económica en Francia; el 81 % creía que la política económica del gobierno de ese momento, guiada por la exigencia de austeridad, probablemente no daría buen resultado. Dada la experiencia de Europa desde 2008, sería difícil tildar de poco razonables tales opiniones. Dos tercios de los votantes del FN, en todo caso, llegaron a la conclusión de que Francia debía abandonar el euro.

El foco de resentimiento de la derecha nacionalista, en los márgenes de la política europea, no era nuevo, pero además de que sus partidarios se incrementaron, también aumentó mucho su credibilidad, a la luz de la desastrosa gestión de la crisis. Lo novedoso era la movilización de la izquierda. A diferencia de la base del FN —furiosa, de clase baja y poca formación—, los nuevos partidos de izquierda eran versiones actualizadas y más enérgicas de la clase de movimiento social progresista que Europa había visto, repetidamente, desde finales de la década de 1960. En España, Podemos fue una derivación del 15-M, un movimiento social imaginativo y de una amplia base social; encabezado por un profesor universitario, su electorado contaba con un porcentaje de graduados universitarios superior al de ninguna otra fuerza política española.[14] Syriza contaba con la representación más equilibrada de toda Grecia en cuanto equilibrio de grupos de clase baja, media y alta. Lo que impulsó el ascenso de la izquierda desde 2008 no fue tanto una oposición fundamentalista como la sensación de que la Unión Europea estaba traicionando la promesa misma de Europa.

La reacción inmediata de los medios de comunicación tradicionales, ante los resultados de mayo de 2014, fue despreciar a los críticos del *statu quo*, tanto de izquierdas como de derechas, tildándolos de «populistas».[15] Denunciaban que la impaciencia e irracionalidad de los partidos de protesta desharía los avances logrados por la consolidación fiscal desde 2010. Les reprochaban que dividieran Europa precisamente cuando necesitaba mantenerse unida para responder a las nuevas amenazas de sus fronteras.[16] Hubo oscuros rumores de infiltraciones de Rusia. Esto era alarmante, desde luego. Pero en 2014, la idea de la guerra fría era uno de los escenarios más tranquilizadores, entre todos los posibles. Porque ¿y si Europa no estaba volviendo a la década de 1950, sino a la de 1930? ¿Acaso el guion, por desgracia, no resultaba más que conocido? Una crisis financiera abordada con una austeridad inflexible derivó en un desempleo masivo y una

radicalización política. Cuando se le sumaron los miedos a una interferencia de Putin y a ataques terroristas de islamistas radicales, el recuerdo de la historia negra de Europa podía interpretarse con la imagen espeluznante de un nuevo Continente Oscuro. La manifestación más extrema de esta forma apocalíptica de euroescepticismo quizá fuera la de una revista mensual estadounidense muy popular, *The Atlantic*, que en marzo de 2015 se preguntaba: «¿Ha llegado el momento de que los judíos abandonen Europa?».[17] El influyente periodista Jeffrey Goldberg construyó, para su público estadounidense, un relato en el que los jóvenes musulmanes, descontentos y desempleados, intensificaban su resentimiento en los cascos viejos de las ciudades europeas, o en las barriadas pobres, y conectaban con la arraigada historia antisemita del continente y el ascenso de la nueva derecha. En el vídeo que acompañaba al comentario, cuando se le preguntó a Leon Wieseltier qué debía hacer el último judío de Europa cuando partiera del «Viejo Mundo», respondió con una palabra: «¡Escupir!». El miedo y encono que esa respuesta expresaba alimentaba recuerdos que se remontaban no solo al Holocausto, sino también bastante atrás. Lo llamativo es que este relato alarmista ganara terreno justo cuando lo hizo.

Después de que, en apariencia, Europa hubiera dejado atrás la crisis en 2012, dos años más tarde el continente se hallaba de nuevo en una situación de *impasse*. Para asegurar la viabilidad funcional, la zona euro debía avanzar resueltamente hacia una integración mayor. Pero a la vista de la creciente agitación popular y de que la incertidumbre económica no se había resuelto, ¿de dónde podía venir el impulso político? Tras el veredicto emitido por los votantes europeos en mayo de 2014, ¿quién iba a arriesgarse a una serie de referéndums de ratificación de las modificaciones del tratado? Entre tanto, buena parte de Europa, con la excepción del núcleo septentrional más próspero, luchaba por recuperar algo parecido a un crecimiento económico normal. Si se le daba tiempo, ¿la fórmula alemana de austeridad y reformas funcionaría? España e Irlanda revivían, pero muy despacio. En gran parte de la Europa meridional la crisis de desempleo aún era grave. En 2014 la cuestión era cada vez más acuciante. ¿El descontento político creciente, con relación a la Unión Europea, se percibiría con más intensidad que la lenta recuperación económica? De hecho, esa recuperación, ¿iba a continuar? En 2014 existía un riesgo innegable de deflación. Los mercados emergentes a los que Alemania fiaba su crecimiento estaban titubeando. Ante un posible estancamiento, la presión

política se acentuaría todavía más. ¿El BCE se vería obligado a pasar de su posición defensiva a una acción más directa? Como siempre, las tensiones de la zona euro se estaban mostrando con especial gravedad en Grecia.

II

Después de seis años de recesión, en Grecia había una crisis social manifiesta. En 2014, el índice de paro se acercaba al 27 %. Más de la mitad de los jóvenes griegos carecían de trabajo y, si en algún momento habían podido contar con el apoyo de la familia, muy a menudo el sostén económico principal de esta también había perdido su fuente de ingresos. En 2015, la mitad de la población salía adelante gracias a las pensiones de otros ciudadanos mayores, una estadística alarmante pues la mitad de las pensiones de jubilación se hallaban por debajo del nivel de la pobreza. Según Eurostat, en comparación con el umbral de pobreza anterior a la crisis, en 2015 casi la mitad de la población griega se hallaba en situación de riesgo.[18] La OCDE informó de que 1 de cada 6 habitantes pasaba hambre todos los días.[19] En Atenas había personas sin hogar por todas partes. Para los que tenían la suerte de mantener el trabajo, el salario real se había reducido un 25 %, al tiempo que los impuestos habían experimentado una fuerte subida. En una nación de pequeños propietarios, las nuevas tasas rústicas fueron acogidas con furia. El IVA que afectaba más directamente a los más pobres había ascendido hasta el 24 %. En contra de lo que se afirmaba en el norte de Europa, la red asistencial de Grecia distaba de ser lujosa y el sistema de salud se estaba derrumbando por efecto de los recortes. Para huir de la crisis del mercado laboral, desde 2008 habían emigrado 400.000 griegos, de una población de 10 millones. Entre los que se marcharon predominaban los jóvenes de buena formación, incluidas varias decenas de miles de médicos.[20]

Grecia no solo experimentaba una crisis social, sino que lo hacía a instancias de la troika. Como en su mayoría los griegos querían preservar su posición en Europa, primero el PASOK y luego Nueva Democracia no habían visto alternativa en el cumplimiento de las exigencias de los acreedores de la troika. Pero, como era de esperar, la crisis generó una voluntad de protesta de amplia base, alimentada a la vez por el deseo de solidaridad social y de afirmación nacional. Por la derecha, esto benefició a Amanecer Dorado, un movimiento racista y genuinamente neofascista. Pero

la preferencia popular se decantó mucho más a favor de Syriza, el partido de la izquierda radical que, en mayo de 2014, en las elecciones europeas, derrotó claramente al partido gobernante, Nueva Democracia.

Al comprender que su apoyo estaba menguando, la coalición gubernamental de Samaras solicitó concesiones a la Unión Europea y Berlín. Si Grecia, al igual que Irlanda y Portugal, podía abandonar antes de lo previsto el programa de la troika, Europa obtendría una victoria importante y los colaboradores del Eurogrupo quizá obtendrían un buen resultado electoral. Pero Berlín descartó la propuesta. Nunca habían confiado en Samaras y no tenían intención de hacer concesiones. Con la esperanza de renovar el mandato, Samaras convocó elecciones. Como había pasado a ser habitual, contó con el respaldo de los gobiernos proausteridad de toda Europa, así como el FMI. A los votantes griegos se les dejó claro que, en lo que respectaba a «Europa», los partidos aceptables eran Nueva Democracia, el PASOK y el centrista To Potami («El Río»). Rajoy, el presidente de España, del Partido Popular, hizo campaña por Samaras en Atenas; frente al ascenso de Podemos, los conservadores querían evitar a toda costa una victoria de la izquierda. Pero el 25 de enero de 2015, eso es lo que decidieron los votantes griegos. Syriza, encabezada por el joven activista Alexis Tsipras, formó un gobierno y —en contra de lo que deseaban los socialdemócratas moderados de Berlín y Bruselas— no eligió como socio de coalición al centrista y proeuropeo To Potami, sino al ultranacionalista ANEL (siglas de «Griegos Independientes»). Las ideas religiosas y los valores culturales de Syriza coincidían poco con los de ANEL, pero se podía contar con que no se arredrarían en un enfrentamiento con la Unión Europea.[21]

La confrontación sería dura. A Syriza le aguardaba un proceso muy difícil: forzar que se abordara la cuestión, dolorosa y no resuelta, de la solvencia griega. Al adquirir la deuda de los obligacionistas privados, la reestructuración de 2012 había alejado de Atenas la presión de los mercados. Pero como la economía estaba en decadencia, la deuda griega seguía representando una carga excesiva. Por otro lado, al cambiar la deuda privada por préstamos públicos de la Unión Europea y el FMI, el acuerdo de 2012 había intensificado el peso de los intereses políticos. Una cosa era quemar a acreedores privados que habían especulado con una deuda griega de alto rendimiento. Pero otra cosa muy distinta era sugerir al núcleo conservador de los contribuyentes norteuropeos que debían hacer más

concesiones a un Gobierno griego rebelde y de izquierdas. De resultas, en 2015 el choque político se reavivó, pero con una vertiginosa inversión de los frentes. Al menos, así lo parecía en la descripción de Grecia que ofrecía su nuevo ministro de Hacienda, Yanis Varoufakis.[22]

Este izquierdista no ortodoxo —que había desarrollado buena parte de su carrera fuera de Grecia, en las universidades anglófonas— nunca estuvo plenamente integrado en Syriza. No procedía ni de la vieja política de izquierdas ni del marxismo ortodoxo. Como las deudas de Grecia habían pasado de ser préstamos de mercado a un endeudamiento con la troika, optó por la táctica de movilizar el pragmatismo del mercado frente a la ortodoxia financiera de la zona euro. Buscó el apoyo de la City de Londres, el *Financial Times* y autoridades como Larry Summers, así como un grupo de asesores económicos estadounidenses que incluía a dos reconocidos izquierdistas como Jamie K. Galbraith y Jeffrey Sachs, antiguo exponente de la «terapia de *shock*» para el mundo poscomunista. Varoufakis defendía que los ideólogos del endeudamiento griego no eran los que insistían en que una deuda impagable era impagable, sino los conservadores del Eurogrupo, partidarios de la disciplina, que hacían hincapié en que una deuda debía pagarse por principios, fuera cual fuese el coste. El «sistema» que Varoufakis atacaba no era el capitalismo, sino la fijación —moribunda y disfuncional— de Europa con la austeridad; y también atacaba a sus colaboradores, tanto en Grecia como en el exterior.

Yuxtaponer la racionalidad económica frente a la ideología conservadora fue un argumento político eficaz, por parte de Varoufakis. Con ello obtuvo un notable respaldo internacional. Pero había subestimado a sus oponentes. El proyecto de consolidación fiscal impuesto en Europa bajo el liderazgo de Alemania era, a todas luces, político. Pero había más: una visión de reordenación de la sociedad y la economía de Europa a largo plazo. A Merkel le complacía asustar a los visitantes incautos con la observación de que, si Europa no se reformaba, correría la misma suerte que la civilización inca.[23] Para este objetivo, que se debía hacer realidad en el transcurso de una década, Berlín no vacilaba en imponer sacrificios exigentes a corto plazo. Era lo propio, cuando se trataba de reformar un modelo económico y social en decadencia. Tal era la lección del hundimiento del comunismo, el proyecto económico de la unificación alemana y la incorporación de la Europa del Este a la Unión Europea. Para llevar a cabo ese proyecto no se podían hacer concesiones: ni a los

horizontes cortoplacistas de los mercados ni a la política de protesta al estilo de Syriza. Para asegurarse de que Europa mantenía el rumbo resultaba esencial evitar cualquier «contagio político». En consecuencia, sería desastroso ceder ante un gobierno de la izquierda radical, como el de Grecia, y hacer concesiones que durante la crisis se les habían negado ya a los gobiernos de la Europa del Este, Irlanda, España y Portugal. Que la población griega lo estuviera pasando muy mal apenas tenía importancia cuando se comparaba con el equilibrio económico general de la zona euro. Era una batalla más general, que tenía que ver con la autoridad y la disciplina política, valores que, a juicio de los globalistas conservadores de Berlín, eran la base del éxito económico a largo plazo.

La batalla fue aún más implacable porque los halcones de la austeridad en el Eurogrupo sabían que los gobiernos centristas de Francia e Italia estaban vacilando. En 2012, el gobierno de Hollande, en Francia, había intentado impulsar una política más expansiva. El programa del crecimiento —que había sido crucial para las maniobras políticas posteriores a la elección de Hollande— apenas había avanzado, en realidad. Ahora el nuevo gobierno de Roma, encabezado por el centrista popular Matteo Renzi, se sentía tentado a moverse en la misma dirección.[24] Esto reforzaba la necesidad de mantenerse firmes frente a Syriza. Alemania era el pilar, pero en las negociaciones decisivas, el ministro de Hacienda Schäuble apenas necesitó decir nada. La sesión del Eurogrupo fue presidida por el neerlandés Jeroen Dijsselbloem, y los argumentos contra Syriza fueron defendidos por bastiones del equilibrio presupuestario como el español Luis de Guindos y la portuguesa Maria Luís Albuquerque. Sabían que, si frenaban a Syriza, estaban luchando por su propia carrera política y el proyecto con el que sus países se habían comprometido cuando suscribieron el pacto por la contención del gasto en 2011.

Lo irónico era que, al expresar su preferencia por los partidos tradicionales de Grecia, el Eurogrupo y el FMI se alineaban precisamente con las fuerzas políticas y los intereses sociales que habían creado la deplorable situación fiscal de Grecia. Por otro lado, la red no se limitaba a la política. En el centro de la oligarquía empresarial y sus medios de comunicación estaban los bancos griegos. Habían sido recapitalizados en 2012, como parte del acuerdo de reestructuración, a expensas de los contribuyentes griegos. Pero seguían dependiendo sobremanera de la financiación del banco central griego y el BCE. Desde junio de 2014, el

banco central griego estaba dirigido por Yannis Stournaras, otro de los convincentes profesores de economía de Grecia, que había sido uno de los arquitectos de la admisión del país en la Unión Monetaria original y ministro de Hacienda en el gobierno saliente de Samaras.[25] En diciembre de 2014, cuando se puso de manifiesto que Syriza destacaba en las encuestas y quizá no tardaría en acceder al poder, Stournaras no hizo nada para contener una estampida bancaria lenta pero persistente. Antes de las elecciones, los griegos más acomodados ya habían retirado 16.000 millones de euros. Cuando Tsipras asumió el cargo se retiraron otros 8.000 millones, en el transcurso de solo tres semanas.[26] Esta huida de capitales tuvo como consecuencia agravar la dependencia de los bancos con respecto al BCE.

Si el gobierno de Syriza se negaba a cooperar con la troika, el BCE, como ya había hecho antes en Irlanda y la propia Grecia, podía amenazar con restringir los préstamos de emergencia a los bancos. Ahora bien, ¿la troika realmente quería arriesgarse a provocar otra crisis en la Unión Monetaria? La amenaza del contagio financiero era la principal herramienta de negociación del Gobierno griego. Si Bruselas, Fráncfort y Berlín empujaban a Grecia al precipicio, quizá arrastraría a otros en su caída. Pero a este respecto, tres días antes de que Syriza tomara posesión, hubo una novedad decisiva en el tablero de juego. El 22 de enero de 2015, Mario Draghi anunció que el BCE adoptaba por fin una expansión cuantitativa a gran escala. Dos años y medio después del «lo que haga falta» de Draghi, el BCE —sin ningún entusiasmo— tomaba esa decisión. Entre 2012 y 2014, Draghi ya había permitido una contracción del balance contable del BCE. Lo que lo obligó a vencer la reticencia, en 2015, fue el riesgo grave de una deflación. Ya había probado todas las alternativas para contrarrestar el hundimiento de los precios. En este caso no halló a nadie que aceptara nuevas operaciones de refinanciación a largo plazo. Los bancos europeos estaban resueltos a completar un desapalancamiento. Draghi no inició hasta septiembre de 2014 una versión «ligera» de la expansión cuantitativa, que se tradujo en la adquisición de bonos privados de titulización de activos.[27] Como era de predecir, en Alemania la iniciativa se acogió con indignación. El estímulo de aquella acción más atrevida había sido un pronunciamiento preliminar emitido el 14 de enero de 2015 por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, que había decidido —tras una consulta del Tribunal Supremo alemán— que el programa de adquisición de títulos de Draghi, en 2012, no había constituido ningún quebrantamiento *prima facie* del veto a

la financiación monetaria.[28] El BCE actuó sin aguardar al pronunciamiento definitivo. El 22 de enero de 2015 Draghi anunció que, hasta que la inflación de la zona euro se estabilizara con seguridad en el signo positivo, el BCE compraría bonos soberanos por valor de 60.000 millones de euros al mes.[29]

Cuando el paso del BCE al activismo monetario coincidió con la victoria electoral de Syriza, en enero de 2015, las consecuencias económicas y políticas de la crisis del euro se toparon por fin unas con otras. La coyuntura habría tenido consecuencias fatales. Irónicamente, el programa de adquisición de bonos del BCE, al que los conservadores europeos se habían opuesto durante mucho tiempo, los liberaba para lidiar una batalla por la contención política, por cualquier medio necesario. Con el BCE en el mercado no había peligro de que el drama griego derivase en un contagio financiero. Cuando el BCE compró y retiró bonos soberanos de los mercados, el rendimiento de la deuda española, portuguesa e italiana decayó. En 2010 el FMI había defendido que era precisamente esto lo que convenía hacer, para que la crisis bancaria irlandesa se resolviera de forma equitativa: por medio de la implicación del sector privado, y no solo a expensas de los contribuyentes. Pero entonces Trichet había bloqueado el camino. Ahora Draghi, con el despliegue de la expansión cuantitativa, permitía que la mayoría conservadora del Eurogrupo asediara al gobierno de izquierdas de Grecia sin miedo a precipitar una crisis general.

¿Significa esto que el resultado estaba predeterminado? ¿Syriza había llegado a comprender siquiera la gravedad de su situación? A partir de las fuentes contemporáneas y de la información disponible públicamente, no estaba claro. Pero las memorias de Varoufakis revelan que por lo menos algunos miembros del Gabinete de Tsipras comprendían la magnitud del desafío. Como teórico de la economía, Varoufakis estaba especializado en la teoría de juegos. Sabía que el paso de Draghi a la expansión cuantitativa acorralaba a Atenas. Si el gobierno de Syriza quería tener más control sobre las negociaciones de deuda, necesitaba una amenaza propia que reavivara el peligro del contagio financiero. Varoufakis creía que una peculiaridad del acuerdo de rescate de 2012, en combinación con la creciente oleada de resentimiento nacionalista en Alemania, le daba a Grecia la fortaleza que necesitaba.[30] En los libros del BCE había 30.000 millones de euros en títulos comprados bajo el Programa para los Mercados de Valores de Trichet. La reestructuración de 2012 no les había afectado, por lo que

seguían dependiendo de la ley griega. Si Grecia, unilateralmente, no pagaba esos bonos, causaría pérdidas graves al BCE, pondría de relieve los riesgos asociados a la adquisición de títulos, y obligaría, hasta cierto punto, a la derecha alemana a reabrir la cuestión de la legalidad de la expansión cuantitativa. Si se ponía en duda la base legal de esta, la confianza se derrumbaría. La red de protección se vendría abajo. Toda la periferia de la zona euro correría peligro otra vez y el Eurogrupo debería tomarse en serio las exigencias de Grecia, por el temor a que el pánico se adueñara de los mercados.

Dada la debilidad de Grecia, resulta melodramático describir esta opción como «nuclear». Pero lo que Varoufakis preparaba era, no se puede decir de otro modo, una bomba sucia. Para obligar al Eurogrupo a negociar en serio, Grecia amenazaría con deshacer el frágil equilibrio político del cual dependía la estabilización que Draghi debía llevar a toda la zona euro. Desataría una guerra civil en la eurozona, deliberadamente. Debido a tecnicismos legales, de hecho no estaba claro si un impago griego afectaría directamente al BCE o solo al propio banco central heleno. Pero la amenaza, en cualquier caso, causó alarma en Fráncfort y Bruselas. Varoufakis hizo redactar la orden legal de impago y la guardó a mano en su Ministerio. La clave estaba en saber si el Gobierno de Tsipras tendría el coraje de desplegar este elemento disuasorio en el momento crucial.

III

La primera ronda de reuniones entre el nuevo gobierno de Grecia y sus acreedores en Bruselas fue tan mal que estuvo a punto de precipitar una «ruptura» inmediata. Merkel, su ministro de Exteriores Frank-Walter Steinmeier, y sus homólogos franceses acudieron a Bruselas el 12 de febrero de 2015, a una sesión del Consejo Europeo, nada más entablar unas agotadoras negociaciones con Putin sobre una tregua en la cuenca del Donetsk (la que se dio a conocer como Minsk II). La máxima prioridad era Ucrania, y no Grecia, y el nuevo ministro de Exteriores heleno no se ganó precisamente las simpatías de sus colegas cuando amenazó con vetar futuras sanciones contra Putin.[31] En el primer encuentro con el Eurogrupo, el 11 de febrero, Varoufakis optó por un tono más conciliador, insistió en las credenciales europeas de Syriza y en su intención de trabajar con buena fe. Hizo hincapié en que no eran «populistas que le prometen de todo a su

pueblo». Pero Schäuble replicó con dureza. Era cierto que Syriza no estuvo incluida en el acuerdo de 2012 con los partidos políticos griegos; sin embargo, en lo que atañía a los elementos fundamentales de la zona euro, Varoufakis debía comprender que «no se puede permitir que unas elecciones cambien la política económica».[32]

Era una afirmación asombrosa, para soltar a la cara de un nuevo gobierno; pero resumía bien el dilema en que la eurozona se hallaba. De resultas de la crisis, la política económica nacional se regía, cada vez más, por acuerdos internacionales. En lo que respectaba al Eurogrupo, el camino estaba establecido por el memorándum de la deuda griega. Se esperaba que Grecia se atuviera a lo pactado fuera cual fuese la constitución de su gobierno nacional. Aunque se preservaron las formas, hubo crispación y corrieron rumores de que Varoufakis y Dijsselbloem estuvieron a punto de llegar a las manos.[33] Sin lugar a dudas, a Schäuble le habría gustado que se expulsara a Grecia en aquel mismo momento. Pero una intervención personal de Merkel, el 20 de febrero, otorgó una prórroga en la ejecución que permitió que el nuevo gobierno griego, con la aprobación de los acreedores, ofreciera una lista propia de propuestas de reforma, en sustitución del memorándum.[34] La liberación de los 7.200 millones de euros pendientes se pospuso hasta que se alcanzara un acuerdo e implantaran las reformas.

Siguieron meses de un toma y daca agónico, en un terreno dolorosamente conocido. ¿Atenas sería capaz de satisfacer a los acreedores con sus propuestas de austeridad? ¿Los reclamantes estarían dispuestos a debatir sobre la exigencia de Syriza de una segunda ronda de reestructuración de la deuda? Fue un gran desgaste. Mientras las negociaciones se alargaban, los bancos griegos iban agotando las reservas, con una dependencia cada vez mayor del BCE, y el gobierno de Syriza perdía fuelle. Desde el ala izquierda de Syriza, muchos entendían que el acuerdo del 20 de febrero, que mantenía a Grecia en el euro, había sido un error. El gobierno había perdido el impulso político de su victoria y, al desaprovechar la ocasión de romper con Bruselas —lo que habría sido popular—, seguía en una posición de debilidad. Pero Tsipras no quería provocar una ruptura antes de que las negociaciones hubieran empezado. Varoufakis quería comprobar el efecto de su golpe de mano. Sabía que cada vez que mencionaba la posibilidad de dejar de pagar el Programa para los Mercados de Valores, el BCE palidecía.[35]

¿Había alguna posibilidad de acabar concertando una salida? En cuanto a la deuda, la insolvencia de Grecia era manifiesta. Pero nada demostraba que los acreedores estuvieran dispuestos a ceder en nada. El grupo de Varoufakis centró la estrategia en el Atlántico, con la esperanza de que el factor decisivo de las negociaciones pudiera ser el FMI. En su mayoría, los analistas del Fondo lamentaban que Dominique StraussKahn hubiera sumado la entidad a la primera iteración del *extend and pretend* (pretender y fingir). Transcurridos cinco años desde 2010, la deuda de Grecia seguía siendo insostenible. Era esencial reestructurarla. Pero Lagarde era reacia a romper con sus socios europeos. Dada su propia carrera política, sentía poca simpatía por Syriza. Y sobre el terreno, el equipo del FMI era inextricable de la troika y estaba resuelto a hacer cumplir el programa con toda su dureza. Como si con ello se quisiera reforzar el compromiso del Fondo, el ex jefe de su delegación en Grecia, Poul Thomsen, fue ascendido a la cabeza de toda la acción del FMI en Europa.[36] En privado, Thomsen estaba de acuerdo con la mayoría de sus colegas del Fondo: la deuda griega era insostenible. Pero como Atenas tendría ocasión de descubrir, centrarse en la idea de la sostenibilidad era una espada de doble filo. La sostenibilidad no dependía tan solo del nivel de endeudamiento, sino también del recorrido futuro del crecimiento griego. Aunque en cuestiones como la multiplicación fiscal el FMI había pasado a adoptar un punto de vista más «liberal», en lo que respectaba al crecimiento económico a largo plazo se aferraba a la vieja religión. Para elevar su índice de crecimiento, Grecia tenía que eliminar regulaciones del mercado laboral y restricciones a las licencias comerciales. Esto requería una «reforma de la oferta» que sería minuciosa y muy intrusiva.[37] Más aún: el Gobierno griego aún podía recaudar dinero por medio de privatizaciones. Implantar tal clase de medidas resultaba duro para cualquier gobierno, pero para una coalición de izquierdas como Syriza representaba un suicidio político.

Si el FMI estaba dividido, ¿quizá la balanza la decantaría su accionista principal, Estados Unidos? Cinco años antes, cuando empezó la crisis, el hostigado gobierno del PASOK de Papandréu había encontrado consuelo en Washington. Nada más producirse la victoria de Syriza, Obama también pronunció palabras alentadoras.[38] Según el presidente, no se podía exigir mucho a un pueblo que ya había hincado la rodilla. «No se puede seguir exprimiendo a países que están en medio de una depresión económica.»[39] Entre tanto, los economistas famosos del centro-izquierda de Estados

Unidos, encabezados por Paul Krugman y Joseph Stiglitz, apoyaron el llamamiento de Varoufakis: Grecia debía contar con un programa de deuda «racional». En Berlín, sin embargo, nada de esto fue bien recibido. Atenas, por otro lado, tampoco obtuvo la simpatía del nuevo secretario del Tesoro de Obama. Jack Lew, abogado de formación, gestor de un fondo de inversión libre y ex empleado de Citigroup, procedía del sector «halcón» de la administración de Obama. Una nueva crisis griega «no sería positiva en una economía mundial que aún se está recuperando de una profunda recesión», apuntó Lew. Debía ser el Gobierno griego el que hiciera cuanto estuviera en su mano para ganarse la confianza de sus acreedores.[40] Cuando se agravó la tensión, en abril, Jason Furman, último presidente del Consejo de Asesores Económicos de Barack Obama, intervino para afirmar que una crisis griega era «un experimento que no deseamos realizar». No obstante, cuando se le pidió que evaluara la gravedad de una bancarrota desordenada en Grecia, en una «escala del 1 al 10, donde el hundimiento de Lehman es un 10», Furman consideró que «una quiebra griega probablemente marcaría un 6; es menos que el 8 de 2012».[41] Cuando había habido mucho en juego, Washington no había vacilado en interferir con la política de la zona euro; pero para una crisis que representaba tan solo un 6 en la escala de 10, Washington no pondría en peligro su relación con Berlín. Según le dijo a Varoufakis un funcionario estadounidense: «Para nosotros, pertenecéis a la esfera de influencia de Berlín y no la vamos a poner en duda».[42]

Si no se podía esperar ayuda de Washington, ¿quizá sí de China, la nueva potencia de la economía global? Pekín consideraba el Mediterráneo oriental como una extensión natural de la red logística euroasiática OBOR, su nueva Ruta de la Seda. De hecho, China tenía una participación elevada, y controvertida, en el puerto del Pireo.[43] Varoufakis dedicó bastante esfuerzo a la posibilidad de atraer más capital chino, quizá incluso una intervención china en el mercado de la deuda del Tesoro heleno. Pekín parecía interesado, pero la adquisición de títulos que prometía no llegó a materializarse nunca. Cuando Varoufakis quiso saber por qué, recibió una respuesta escueta: Pekín se había retirado porque Berlín les había comunicado que veía con malos ojos la intervención de China en la crisis griega.[44]

La asociación con China y Estados Unidos atraía a aquellos griegos que, como Varoufakis, se consideraban «modernizadores» y no procedían del ambiente comunista. Para la vieja guardia de Syriza, la alternativa obvia era

otra: Rusia.[45] En 2015 Merkel y Hollande todavía estaban batallando por contener la crisis ucraniana. Putin actuaba en Siria de una forma cada vez más directa. ¿Podría Grecia reforzar su posición aprovechando su ubicación estratégica en el Mediterráneo oriental? El 8 de abril, Tsipras viajó a Moscú para reunirse con Putin. Pero en el Kremlin recibió el mismo mensaje que se le había dado desde Washington y Pekín, un «tenéis que llegar a un acuerdo con los alemanes» dicho sin ambages.[46]

Ahora bien, en Alemania, ¿con quién debía negociar Grecia? La autoridad en materia de política económica era el ministro de Hacienda Schäuble, pero él, según fue manifestando cada vez con más claridad, no creía que Grecia tuviera futuro en la zona euro.[47] Y Merkel, ¿compartía el mismo punto de vista? Como personalidad política, era más pragmática que Schäuble; sin duda no querría asistir a la ruptura del euro. Tsipras pensaba que podría convencerla por medio de la diplomacia personal. Varoufakis, por el contrario, pensaba que debían hacerle entender que Grecia podía representar una amenaza para los esfuerzos de estabilización de Draghi. Merkel supo aprovechar esta diferencia de criterios. Con el fin de distanciar al primer ministro griego de los miembros más izquierdistas de su gobierno, lo favoreció con una serie de reuniones en persona que persuadieron a Tsipras de que, al final, la canciller acabaría aceptando un acuerdo. La clave, sin embargo, era cuándo y en qué condiciones. Cuanto más se alargaba la espera, más se agravaba la desesperación en Grecia.

En abril, cuando se hablaba de un impago griego, el rendimiento de los pocos títulos griegos que aún se cotizaban en el mercado libre se disparó hasta el 26,2 %.[48] En 2012 esto quizá habría provocado la angustia en Roma, Madrid y Lisboa. Pero ahora no hubo contagio. El BCE se mostró impertérrito. Según comentó Draghi: «En este momento disponemos ya de suficientes instrumentos [...] que, aunque se concibieron para otros fines, ciertamente se usarían en un contexto de crisis, si fuera necesario [...] Estamos mejor pertrechados de lo que lo estábamos en 2012, 2011 y 2010».[49] Cuando las adquisiciones del BCE no solo estaban absorbiendo todas las nuevas emisiones de deuda gubernamental de la zona euro, sino que reducían el total de la deuda soberana disponible para los inversores privados en 265.000 millones de euros, había pocas razones para temer a los grandes inversores de bonos. El impago deliberado de la tenencia de bonos del BCE, planeado por Varoufakis, suponía romper esa seguridad. Pero cada vez estaba más claro que Tsipras no se atrevía a usar la amenaza.

Si no se podía llegar a ningún acuerdo y Tsipras no quería utilizar la única arma de la que su país disponía realmente, ¿había alguna manera de salir del *impasse*? A juicio de los acreedores, lo mejor habría sido que Tsipras y su tropa de excéntricos desapareciera del escenario sin más. Pero era demasiado pronto para confiar en eso, aún hacía poco de su victoria clara. La Unión Europea se veía amenazada por los fantasmas de 2011. Según se apuntó en el *Financial Times*, Bruselas era «sensible a las acusaciones» de que «la Unión Europea había sido cómplice de acabar con el mandato de Yorgos Papandréu, el primer ministro griego [...] y Silvio Berlusconi».[50] Pero el Eurogrupo no ocultaba el hecho de que deseaba que Tsipras apartara a Varoufakis y el ala izquierda de su partido.[51] Abundaban los precedentes históricos. Europa tenía un historial de contención de los gobiernos de la izquierda radical. Tras unos pocos «meses alocados» del otoño de 1998, el gobierno rojiverde de Alemania, presidido por Gerhard Schröder, se había deshecho del titular de Hacienda, Oskar Lafontaine.[52] En 1983, Mitterrand viró hacia una divisa fuerte en lo que fue preludio de la expulsión de los comunistas de su coalición gubernamental. Si se echaba la mirada atrás —añadió voluntariosamente el *Financial*

Impacto de la compra de títulos del BCE, 2015

	Emisión bruta de títulos 2015	Liquidación	Emisión neta de títulos 2015	Compra de exp. cuant. para 2015	Oferta neta menos exp. cuant.
Alemania	159	155	4	113	−109
Francia	187	118	69	89	−20
Italia	185	196	−11	77	−88
España	142	92	50	56	−6
Países Bajos	48	37	12	25	−14
Bélgica	33	21	11	16	−5
Austria	17	13	4	12	−8
Finlandia	10	5	5	8	−3
Irlanda	14	2	11	7	4
Portugal	13	6	7	11	−4
Grecia	7	7	0	13	−13
Total	**814**	**651**	**162**	**427**	**−265**

Fuente: Estudios de Morgan Stanley, «National Treasuries».

Times— cabía recordar también el precedente del «Gobierno Nacional británico de 1931».[53] ¿Tsipras sería el Ramsay MacDonald de Grecia? Después de otra ronda de acoso por parte del Eurogrupo, en la cumbre de Riga, del 25 de abril, con el apoyo expreso de Merkel, Tsipras apartó a Varoufakis. Este no perdió la cartera de Hacienda, pero la negociación de la deuda pasó a manos de Euclides Tsakalotos, el ministro de Relaciones Económicas Internacionales. Grecia renunciaba, por lo tanto, a otra oportunidad de aplicar la disuasión.

Atenas se estaba doblegando. Pero los meses de asedio pasaban factura en los dos bandos. Merkel y Schäuble quizá podían dormir tranquilos, pero Bruselas no podía renunciar tan fácilmente a la idea de la «buena Europa». En mayo pareció que la troika vacilaba. El valeroso Tsipras estaba logrando ablandar a la comisión. El Gobierno francés no quería que se humillara a Grecia. El FMI era escéptico con respecto a la sostenibilidad de las exigencias de los acreedores. Hizo falta una reunión en Berlín, el 1 de junio, para fortalecer la resolución de la troika y terminar de arrinconar a Syriza.[54] El FMI y la zona euro «salvaron sus diferencias». La inquietud del Fondo por la sostenibilidad se alivió al exigir a Atenas que impusiera una dura reforma de su mercado laboral y la regulación empresarial. Con ello, los acreedores tendrían una imagen optimista del futuro crecimiento y se les ahorraría la necesidad de comprometerse con un posterior perdón de la deuda.[55] En lo que respectaba a Atenas, este era el peor resultado posible.[56] Los economistas de la City londinense calcularon que, con el plan de los acreedores, la economía griega habría perdido otro 12,6% en 2019 y el índice de endeudamiento del país ascendería a un extremo 200%. Wolfgang Munchau lo valoró con claridad en el *Financial Times*: Grecia podía rechazar el plan porque no tenía nada que perder. «[A]ceptar el programa de la troika representaría un doble suicidio: tanto para la economía griega como para la carrera política del primer ministro griego.»[57]

¿Era un suicidio... o quizá un asesinato? Cuando Atenas se negó a rendirse, Europa se esforzó abiertamente por deslegitimar al gobierno de Syriza frente a su propia población. Tanto Jean-Claude Juncker como el ministro de Hacienda eslovaco Peter Kažimír declararon públicamente que solo estaban en desacuerdo con el gobierno del señor Tsipras, y no con el pueblo griego.[58] El 18 de junio se tiró del hilo y se convocó en Facebook una manifestación de griegos partidarios del euro y contrarios a Syriza. El gobierno evitó cualquier enfrentamiento público con la multitud proeuro y

retiró a los antidisturbios. Pero se había quebrantado la confianza en Syriza. La manifestación puso de relieve que la izquierda no era la única que podía movilizar a las fuerzas extraparlamentarias. En cinco meses, el gobierno de Syriza solo había obtenido frutos desmoralizadores, y ya no estaba claro qué bando gozaba de un apoyo popular más activo.[59] A principios de junio, Tsipras y Tsakalotos volvieron a intentar un acuerdo, una vez más. Atenas cumpliría con el objetivo de austeridad de los acreedores, con medidas como elevar la edad de jubilación y subir mucho la contribución tributaria y a la seguridad social. Durante cuarenta y ocho horas, hubo esperanza. Pero todavía quedaban puntos de fricción. Syriza, aunque aceptaba alcanzar un superávit presupuestario primario, todavía insistía en algunos «puntos políticos esenciales»: no dirigiría el ajuste tanto hacia los recortes de bienestar, como hacia el incremento de la presión fiscal sobre los griegos más acaudalados. Esto satisfacía la exigencia de justicia social, pero los acreedores insistieron en que «podía terminar ahogando la economía».[60] Además, a cambio, Syriza pedía que se aceptara una futura reestructuración de la deuda, y en este punto, Alemania se negaba a ceder.

Sin acceso al último tramo del programa de 2012, Atenas estaba a pocos días de la bancarrota. Como intento desesperado de obtener más apoyo, Tsipras salió con una nueva sorpresa.[61] A la 1.00 de la mañana del 27 de junio, apareció en televisión para anunciar que convocaba un referéndum: el pueblo griego decidiría si aceptaba o rechazaba las exigencias de los acreedores. Tsipras, por su parte, declaró que haría campaña por el «no» y llamaría a la población griega a repudiar el «ultimátum chantajista».[62] El Eurogrupo quedó horrorizado. Merkel comunicó que, si el Gobierno de Atenas hacía campaña en contra del acuerdo, no había nada más de qué hablar.[63] El día siguiente, 28 de junio, el BCE apretó el gatillo: congeló en el nivel actual la liquidez de emergencia que ofrecía a los bancos griegos. Esto iba a desatar, en cuanto empezara la semana, una desastrosa estampida bancaria. El BCE podría haber ido más allá: podría haber puesto fin a la inyección de liquidez de emergencia y haber exigido la devolución. En la reunión de urgencia del consejo del BCE, desde luego, hubo votos a favor de adoptar una iniciativa así de drástica. Pero el poder del BCE era tan abrumador que Draghi quedó en una posición delicada.[64] Como miembro de la troika y fuente principal de asistencia financiera para la supervivencia del sistema bancario griego, el BCE era al mismo tiempo «juez, jurado y verdugo».[65] Draghi no quería que lo responsabilizaran de haber

incrementado aún más la tensión o de «agravar deliberadamente las penalidades financieras de Grecia».[66] Reducir el acceso de Grecia a la provisión urgente de liquidez ya era suficientemente drástico. Para evitar un hundimiento inmediato, se tomó la precaución de cerrar los bancos griegos, limitar las retiradas en efectivo a 60 € por día e instaurar controles para limitar la huida de capital. Los depositantes de clase media formaban colas impacientes para retirar sus fondos en metálico. Los medios de comunicación de propiedad privada estaban furiosos. Los radicales e irresponsables de Syriza —le decían a su público— habían arrastrado al país al precipicio.

Como los acreedores se negaban tanto a negociar como a hacer concesiones hasta que se conocieran los resultados del referéndum, el 30 de junio Atenas anunció que demoraba el pago de dinero debido al FMI. Esto no era una simple cuestión administrativa. El FMI está reconocido como el acreedor superprincipal de los préstamos internacionales. Atrasarse en los pagos al FMI incluyó a Grecia en una corta lista de morosos en la que figuraban Sudán, Somalia, Zimbabue, Afganistán y la Camboya de los Jemeres Rojos.[67] Y la magnitud de su deuda carecía de precedentes. Grecia debía devolver 26.000 millones de dólares al FMI en el transcurso de los diez años siguientes.

Pero en este momento crucial, el FMI no respondió como uno podría haber esperado. En el verano de 2015, la insatisfacción de una parte del Fondo con la forma en que Europa había abordado la crisis de la deuda griega salió finalmente a la luz. Entre una primera nota del blog de su economista en jefe, Olivier Blanchard, a mediados de junio, y la publicación oficial de un documento sobre la sostenibilidad de esa deuda, a mediados de julio, la principal autoridad prestataria del mundo declaró que la política de ampliar la ayuda y fingir que con eso bastaría, que se había venido practicando desde 2010, era insostenible tanto económica como políticamente. Era evidente que Grecia debería seguir adoptando decisiones difíciles, pero era necesario que la troika y el Eurogrupo dejaran de simular que con eso bastaría. Había que poner sobre la mesa la reestructuración de la deuda.[68] Con el respaldo de los miembros estadounidenses del Consejo, que doblegaron la resistencia de los representantes europeos, el 2 de julio el FMI publicó un informe preliminar que destacaba el auténtico absurdo de los programas desarrollados hasta el momento. En vez de los 50.000 millones de euros en ingresos derivados de privatizaciones previstos en

2012, Grecia solo había recaudado 3.200 millones. El programa actual, y todas las variantes regateadas desde que Syriza había asumido el poder, no era realista. Nadie podía continuar defendiendo en serio, como escenario creíble, unos superávits primarios del 4 %, cambios estructurales de gran alcance y un crecimiento anual del 2 % del PIB.[69] Después de las dificultades que el país había atravesado desde 2010, no cabía esperar que ningún partido político defendiera con convicción una combinación de medidas así de drásticas. Si nadie lo podía defender, ¿cómo esperar que pudiera hacerse realidad? El FMI solicitó una quita de la deuda de por lo menos 50.000 millones de euros, que se duplicara el período de devolución y se aportaran 36.000 millones de euros de financiación a corto plazo, para permitir que Grecia sobreviviera hasta 2018.[70]

Para los europeos, que los estadounidenses permitieran este resultado supuso una sorpresa desagradable. Poco antes, a principios de junio, en la amigable reunión del G7 en Baviera, Obama todavía había interpretado el papel de aliado leal. Pero el hecho de que la disputa interna hubiera visto la luz era, en sí mismo, una señal de la estabilidad que Europa había logrado por fin. La única consideración que había justificado que el FMI participara en el rescate de Grecia, en mayo de 2010, fue el riesgo del contagio sistémico. Gracias a la compra de bonos de Mario Draghi, ese peligro había dejado de existir. El FMI, por lo tanto, se podía permitir vocear sus diferencias sin temor a consecuencias prácticas. No pensaba participar de nuevo en el ejercicio de autoengaño de la zona euro. Pero no hizo lo único que habría ejercido verdaderamente presión sobre Berlín: no se retiró de la troika.

Para la población griega, la elección era aún más difícil. ¿Se atreverían a desafiar a los acreedores? ¿Un «no» acarrearía la expulsión de Grecia del euro e incluso de la Unión Europea? Aun a pesar de la intimidación directa y poderosa, el 5 de julio un destacable 61,31 % votó en contra de la propuesta de la troika. Como en ese punto, el FMI ya había descartado el plan, por inviable, el voto no fue tanto un acto alocado de desesperación política como una afirmación, valiente y muy necesaria, de sentido común. Ahora bien, la respuesta de los acreedores fue inflexible. Atenas tenía hasta el 12 de julio para presentar un plan todavía más austero —e insostenible— o se enfrentaba a la expulsión del euro. El 9 de julio, con ayuda del Tesoro francés, el gobierno de Syriza redactó a toda prisa una nueva propuesta, en la que se comprometía a emprender los recortes sociales e incrementos

fiscales que había planteado la comisión, y lo acompañó de la petición de una modesta cancelación de deuda y nuevos créditos por valor de 53.000 millones de euros. Para el ala izquierda de Syriza, fue una rendición vergonzosa. Varoufakis, que había dimitido después del referéndum, se sumó a la oposición interna del partido. Entre tanto, Tsipras fue a Estrasburgo con la esperanza de reunir apoyos en Europa. El 10 de julio hizo aparición en el Parlamento Europeo, donde fue saludado con una lluvia de muestras de aprobación, no solo de la izquierda, sino también de la extrema derecha; desde el centro, en cambio, lo recibieron con abucheos y silbidos.[71] La política europea se estaba dividiendo entre los defensores del *statu quo* y una multitud variopinta que denunciaba que la eurozona era como una prisión alemana.

El sábado 11 de julio, un día antes de la reunión de las figuras principales, los ministros de Hacienda se encontraron en Bruselas para una sesión previa. Pronto quedó claro que Berlín, lejos de moderar su posición, la había endurecido. Si Grecia quería permanecer en la zona euro —insistió Schäuble—, debía demostrar su credibilidad aceptando un fondo de garantía de 50.000 millones de euros, formado por activos nacionales griegos, bajo control directo de los acreedores. Una vez suscrito podría haber más préstamos y otro movimiento de ampliación (y ficción). Alternativamente, si Grecia prefería una vía soberana, Schäuble le ofrecía un «tiempo muerto» de cinco años fuera de la zona euro, que quizá se podría acompañar de una reestructuración de la deuda y asistencia «humanitaria».[72] Se habló de aportar un suministro de emergencia de medicinas para los hospitales griegos. Lo que ya no estaba sobre la mesa era repetir el mecanismo de 2012: una gran reestructuración de la deuda sin que Grecia abandonara la eurozona. Que los bancos perdieran dinero era una cosa; que lo hicieran los contribuyentes alemanes, algo muy distinto. Grecia tendría que salir. Pero ¿y si en efecto lo hacía? ¿Y si Grecia aceptaba la posibilidad de salir durante un tiempo? Significaría que ser miembro de la eurozona había pasado a ser un estado condicional. ¿Cuánto tardaría Schäuble en plantearles lo mismo a Italia o España? Para los franceses, era inaceptable.[73] Los alemanes pasaban por ser los paganos de Europa, pero si se producía una ruptura, Francia también tendría que soportar una pesada carga. Los franceses habían colaborado estrechamente con Atenas para redactar una última propuesta de acuerdo, que Schäuble se había limitado a descartar de un plumazo. Para despejar el ambiente, Michel Sapin, el

ministro de Hacienda francés, planteó que «lo dejemos salir todo y nos digamos unos a otros la verdad, para desahogarnos».[74]

La terapia de grupo no funcionó bien. La conversación posterior fue descrita por uno de los participantes como «extremadamente dura, violenta incluso». Significativamente, la batalla fue más allá de los intereses nacionales. En palabras del joven ministro de Economía francés, Emmanuel Macron, Grecia estaba provocando una auténtica guerra civil, una «guerra de religión» con los nórdicos, europeos del Este, Alemania y los Países Bajos en un bando, y Francia, Italia, España y el resto en el otro.[75] Se alcanzó un clímax penoso cuando Schäuble y Draghi chocaron con fuerza y el ministro de Hacienda alemán terminó echando pestes y afirmando que él «no [era] un idiota». En ese momento, Dijsselbloem consideró preferible concluir el acto. El acuerdo tendrían que lograrlo los jefes de gobierno, al día siguiente.

Cuando empezó la cumbre crucial, en la tarde del domingo 12 de julio de 2015, acudió la Unión al completo, pero las negociaciones se redujeron a cuatro actores: Merkel; Tsipras, aconsejado por su nuevo ministro de Hacienda; Donald Tusk, como presidente del Consejo Europeo, y Hollande, que de hecho representaba los intereses generales de los demás Estados miembros. La concertación fue laboriosa y dolorosa. Merkel prescindió de la propuesta de Schäuble sobre la salida temporal de Grecia, pero se agarró al fondo de garantía. Tsipras concedió crear el fondo, pero no podía aceptar que se dirigiera desde Bruselas o Luxemburgo; controlaría activos griegos, así que el cuartel debía radicarse en Atenas. Hollande insistió en que «se trataba de una cuestión de “soberanía”».[76] Merkel cedió. El fondo se radicaría en Grecia y, llegado el caso, podría utilizarse para recapitalizar a bancos griegos u otros fines de inversión nacionales. Pero incluso con este aspecto resuelto, en las primeras horas del 13 de julio todavía no había acuerdo. A las 7.00 de la mañana, después de toda una noche de conversaciones, Merkel y Tsipras seguían separados por 2.500 millones de euros. Al parecer, los dos querían marcharse, tan frustrados como agotados. En este momento fatídico, Tusk intervino. Las dos partes podían abandonar la mesa, pero si lo hacían, él no vacilaría en decirle al mundo que habían permitido que «Europa fracase» por algo que, visto con la suficiente distancia, representaba una cantidad comparativamente trivial. Merkel no recuperó el sentido común por la perspectiva de un desastre económico, sino por las probables repercusiones políticas de dejar caer a Grecia. En el

momento decisivo, no se sintió atada por la lógica financiera. No quería ser la canciller que había «roto Europa». Eso era más importante que resolver por fin la cuestión de la deuda griega. Se quedaría en el punto medio. Alemania aceptaría otro rescate más. Grecia recibiría nuevos préstamos de Europa, por un total de 86.000 millones de euros. A cambio, Atenas aceptaría una intrusión grave en su soberanía. Se le exigía que impusiera todavía más recortes en un plazo de cuarenta y ocho horas. La soberanía parlamentaria quedó reducida a una simple formalidad.

No hubo ruptura. Grecia continuó en la zona euro. Europa había recobrado la capacidad de actuar colectivamente, y no con poca brutalidad. El BCE había demostrado el potencial pacificador de la intervención del banco central. Grecia se mantuvo en la senda de la «reforma», según exigía la troika. Pero como había puesto de manifiesto la actuación del FMI, la cuestión era también política, y no solo de gestión de una crisis financiera. Los acreedores europeos se habían negado obstinadamente a analizar el único tema de importancia: la reestructuración de la deuda. Lo que estaba en juego no era el rendimiento macroeconómico, sino imponer disciplina a un verso libre de la zona euro. Después de protegerse del contagio financiero, se había impuesto un acuerdo económico netamente conservador a un gobierno de izquierdas con un poderoso mandato democrático. El efecto perverso de la intervención «liberadora» del BCE, con la expansión cuantitativa, fue que permitió continuar abordando la deuda con ampliaciones y ficciones, y su compañero ineludible e inflexible: la austeridad.

IV

Tras ser lanzado por simpatizantes de Syriza en Barcelona, durante la noche del 12 al 13 de julio, #ThisIsACoup («#EstoEsUnGolpe») se hizo viral en Twitter. En cuestión de horas, 377.000 usuarios de todo el mundo adoptaron la etiqueta, que fue vista mil millones de veces en tan solo unos días.[77] Por su parte en Atenas, miembros de la Plataforma de Izquierda, dirigida por Panagiotis Lafazanis, el ex ministro de Energía y Medio Ambiente, se reunieron en el hotel Oscar, en la noche del 14 de julio, para analizar cómo podrían hacer realidad el *grexit* que Schäuble había ofrecido pero Merkel, Tusk, Hollande y Tsipras se habían empeñado en evitar. Había sido un error no romper con Bruselas con anterioridad, en febrero. Ahora,

antes de que la puerta de la prisión se cerrara una vez más, debían efectuar una ruptura; si era necesario, por medios radicales. El objetivo era la Fábrica de Moneda, que creían que albergaba 22.000 millones de euros en reservas, lo suficiente para cubrir las pensiones y otras facturas esenciales del gobierno hasta que hubieran acuñado una nueva divisa nacional. Si Yannis Stournaras, el gobernador del banco central, se resistía (y contaban con ello), lo arrestarían. La reunión distó de ser clandestina. El hotel estaba rodeado de periodistas. Resulta difícil evaluar la seriedad de aquel encuentro. Pero según recordaba un participante: «Era obvio que se trataba de un momento de suma tensión [...] [E]n la sala [...] se percibía un auténtico espíritu revolucionario».[78] No se llegó a tanto. Tsipras y el grueso de Syriza impusieron las medidas necesarias a través del Parlamento. El ala izquierda se escindió de Syriza, pero en las elecciones generales de septiembre obtuvo un resultado humillante; el liderazgo de Tsipras, en cambio, se consolidó, con una mayoría casi intacta y el nuevo préstamo en vigor. Se constató que los griegos, en su mayoría, querían pertenecer a la zona euro, aunque fuera bajo la supervisión continua de la troika.

En toda Europa, lo que conmocionó a los centristas fue la violencia de los choques de julio. Donald Tusk, que había visto de cerca la última ronda de negociaciones, se mostró de acuerdo con los radicales griegos: en el aire se palpaba la impaciencia revolucionaria. Para Tusk, un liberal veterano de la guerra fría y de Solidarność, la situación era alarmante en verdad. «[D]emasiado Rousseau, demasiado poco Montesquieu», afirmó, dejando perplejo a su público de periodistas financieros.[79] Jürgen Habermas, el equivalente más próximo a esos pensadores de la Ilustración que Europa podía ofrecer, estaba horrorizado. En declaraciones para *The Guardian*, consideró que Merkel había «llevado a cabo un acto de castigo» contra el gobierno izquierdista griego. «Me temo que el gobierno alemán, incluido el componente socialdemócrata, ha dilapidado en una noche todo el capital político que una Alemania mejor había acumulado a lo largo de medio siglo.» Alemania, «después de revelarse como la más implacable de las autoridades disciplinarias de Europa, había reclamado abiertamente, por primera vez, la hegemonía continental».[80]

Era obvio, desde luego, que Merkel y Schäuble habían recurrido a la coerción. Pero ¿en qué, exactamente, habían salido ganando? Los derechistas alemanes estaban molestos no por la dureza del enfrentamiento por Grecia, sino porque Alemania no había obtenido ningún fruto claro. A

fin de cuentas, ¿quién era el vencedor en los encuentros decisivos del 12 y 13 de julio de 2015? Schäuble no, ciertamente, porque su propia canciller lo había desautorizado. Había prevalecido la determinación de «preservar Europa» a costa de otro pacto de rescate insostenible. Para la derecha alemana, Merkel había traicionado a su país en la crisis griega, como preludio coherente con la desastrosa traición que a su juicio la canciller perpetraría aquel otoño a propósito de la crisis de los refugiados sirios. De todo ello se benefició la AfD, el partido de derechas, favorable a los mercados, que se había creado en abril de 2013 para protestar contra las interminables cesiones de Berlín en la crisis de la zona euro. Schäuble comentaría, en tono sarcástico, que el ascenso de la AfD había que agradecérselo, en un 50 %, a Draghi; la otra mitad, probablemente, a su jefa y su postureo liberal con respecto a los sirios.[81] Schäuble no era xenófobo. Históricamente, había mucho en juego. Con su serie de cesiones vacilantes, Merkel estaba poniendo en peligro la misión histórica de la CDU: domar el nacionalismo alemán y atarlo a Europa. La derecha alemana veía algunas cosas con claridad. Entendía que, por poderosa que fuera Alemania, su dominio era, en el mejor de los casos, incompleto. Lo que había estabilizado la zona euro en 2012 fue un impulso tímido hacia una mayor integración, amparado por la percepción de los mercados de que Draghi por fin estaba dándole al BCE un enfoque «estadounidense». En 2015, una vez más, no solo había triunfado el conservadurismo alemán. La contención de Syriza tenía un complemento necesario: la expansión cuantitativa. Como había ocurrido en Estados Unidos, el paquete poseía una complementariedad perversa. La austeridad, sin la expansión cuantitativa, habría paralizado la economía. La expansión cuantitativa, sin austeridad, habría sido insostenible, desde el punto de vista político, para los conservadores.[82] La estrecha asociación entre las dos se evidenciaría en la segunda mitad de 2015, cuando las tensiones que había dejado la crisis de la eurozona siguieron sacudiendo la política europea. El frente anti-Syriza del Eurogrupo tenía razones para estar inquieto. Primero en Portugal, en octubre de 2015, y luego en España, en diciembre de 2015, las elecciones asestaron golpes poderosos a los partidos centristas y conservadores que se habían ajustado a la exigencia de austeridad desde 2010.

En las elecciones generales de España, en diciembre de 2015, el sistema bipartidista de los conservadores y socialistas, que había dado forma a la transición a la democracia desde la muerte del general Franco en 1975, se

hundió. El Partido Popular se quedó en el 28 %, y los socialistas, en el 22 %, de modo que entre los dos solo conquistaron a la mitad de los votantes.[83] El resto, en su mayoría, confió en dos partidos completamente nuevos: Podemos y Ciudadanos. Podemos obtuvo un 20,7%, decepcionante solo si se comparaba con las cifras superiores al 30 % que reflejaban las encuestas poco después de que se formara, en 2014. En 2015 perdió apoyo en parte por la forma en que se estaba apaleando a Syriza, pero en parte también por el ascenso de Ciudadanos, un partido aún más nuevo en la política nacional, que se describía a sí mismo como «progresista» y abrazaba un programa de liberalismo social, cultural y económico. Tanto Podemos como Ciudadanos prometieron ser inflexibles con la corrupción, y a los dos les fue notablemente bien. Pero el resultado de las elecciones no fue concluyente; ningún bando contaba con una mayoría de gobierno clara. La distancia entre los socialistas y Podemos era demasiado grande para permitir que se formara un gobierno de izquierdas. En 2016, en segunda ronda, el tenaz presidente conservador, Rajoy, logró mantenerse en el poder. Con una economía que, aun renqueante, estaba resucitando, se hizo hincapié en que España —e igualmente Irlanda— eran una demostración de la conveniencia del ajuste y el equilibrio presupuestario.

En Portugal, la recuperación económica fue más lenta. A diferencia de España, el país había tenido que soportar un programa de la troika con toda su dureza. En 2015, la tasa de desempleo juvenil ascendía casi hasta el 60 % y el paro de larga duración rondaba el 40 %. La coalición de centro-derecha Portugal à Frente, encabezada por Pedro Passos Coelho, que había llegado al poder en junio de 2011, había librado una larga batalla por la estabilización de la zona euro. Al iniciarse la campaña electoral, parecía que PàF sufriría una derrota contundente. Pero la agitación en Grecia y la protección ofrecida por la expansión cuantitativa del BCE ayudaron a cambiar el panorama. El 4 de octubre de 2015, Coelho y PàF perdieron un 12 % de los votos, en comparación con los resultados de 2011. Pero con su 38,6 %, dejaron bastante atrás a los socialistas, que se quedaron en el 32,3 %. Con alivio, el presidente Cavaco Silva, un experto en economía financiera, de corte conservador, instó a Coelho a formar gobierno. Pero aunque PàF había ganado por mayoría simple, esta no era viable por sí sola. Los socialistas, aunque su resultado había sido decepcionante, contaban con más opciones. Si estaban dispuestos a forjar una alianza con el Bloco de Esquerda (la izquierda radical, el equivalente portugués de Syriza) y la

Coligação Democrática Unitária (ex comunista), tendrían la mayoría. Esta alianza requeriría romper con los tabúes de la guerra fría, así como con las convenciones de la democracia portuguesa desde el fin de la dictadura, en la década de 1970. Como sucedía en Alemania con el SPD y Die Linke, hasta entonces los socialistas portugueses se habían negado a pactar con los ex comunistas. Pero después de varios años de austeridad, el líder socialista António Costa se lanzó a la piscina e inició negociaciones para crear un gobierno tripartito de izquierdas.[84]

¿Cómo respondería el presidente Silva? Para él representaba un dilema complejo, puesto que, según declaró con notable franqueza, «en cuarenta años de democracia», los gobiernos portugueses nunca habían dependido de los partidos de la izquierda radical, que ponían en duda el tratado de Lisboa, el acuerdo presupuestario de la UE, la unión bancaria, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el euro y la inclusión en la OTAN.[85] El presidente dejó claro que, a su entender, el derecho a gobernar Portugal pasaba por comprometerse con esas instituciones y los valores que representaban. En 2015 había aún otra circunstancia. Portugal necesitaba que se lo aceptara en el programa de expansión cuantitativa del BCE. Draghi, con la adquisición de títulos, había protegido Portugal frente a la tormenta griega. La inclusión en este programa, a su vez —por decisión expresa del BCE—, dependía de la calificación de las agencias de crédito internacionales. Entre ellas, las más conocidas —Fitch, Moody's y Standard & Poor's— habían degradado Portugal a la categoría de «bono basura» en 2011. La única excepción era DBRS, la menos conocida entre las agencias de calificación internacional. Que Portugal pudiera estar en el «club de los respetables» de Europa dependía, pues, de cómo calificara DBRS el bono nacional portugués.[86] Si el país quedaba fuera del programa del BCE, las consecuencias financieras serían catastróficas y, en lo que atañía al presidente portugués, esto no se podía pasar por alto. Nos hallamos, afirmó Silva, en «el peor momento para un cambio radical de las bases de nuestra democracia [...] Después de haber llevado a cabo un costoso programa de ayuda financiera, que ha supuesto sacrificios enormes, es mi obligación, dentro de los poderes que me otorga la Constitución, hacer todo lo posible para evitar que se envíen señales falsas a las instituciones, los inversores y los mercados financieros».[87] Permitir que la mayoría de izquierdas accediera al poder sería precisamente una «señal falsa».

Como era de esperar, tras lo sucedido en Grecia, Angela Merkel no titubeó a la hora de comunicar su aprobación: la perspectiva de una coalición de izquierdas en Lisboa, contraria a la austeridad, era «muy negativa».[88] Pero ¿qué alternativa tenía el presidente Silva? No podía convocar unas nuevas elecciones, si había posibilidad de que se formara un gobierno. El 24 de noviembre, Silva admitió lo inevitable y nombró a Costa primer ministro de Portugal. Pero no permitió que el principio de la mayoría se impusiera; antes bien —con una solución constitucionalmente dudosa— Silva condicionó el nombramiento de Costa a diversas promesas.[89] El gobierno debía respetar los compromisos de Portugal con el pacto de estabilidad de la Unión Europea, que exigía a todos los miembros de la moneda común que redujeran el déficit presupuestario por debajo del 3 % del PIB. Debía cumplir con la integración en la OTAN. Debía continuar la reestructuración del achacoso sistema bancario portugués, según el plan ya previsto. Debía limitar la influencia de los sindicatos en las decisiones gubernamentales y respetar el equilibrio existente entre los empresarios y los trabajadores. Schäuble había anunciado que unas elecciones no podían redundar en un cambio de la política económica, y el presidente portugués, a todas luces, era de la misma opinión. Así, la coalición de izquierdas asumió el poder vigilada por el presidente portugués, los gobiernos acreedores de la Unión Europea, el BCE, las agencias de calificación y los mercados de títulos. ¿De qué le serviría el poder político? ¿La democracia portuguesa, en el marco del euro, era también una forma de continuidad y simulación? La respuesta a estas preguntas dependería de la habilidad del gobierno a la hora de eludir las restricciones que le habían impuesto. Al menos, a diferencia de Grecia, la aritmética de la deuda portuguesa no condenaba al país desde el principio.

V

Contra los gobiernos de izquierdas, en los países débiles y dependientes de la zona euro, la táctica de la presión financiera resultaba eficaz. El proyecto del Eurogrupo, basado en la disciplina económica y política, se impuso. Por muchas bravatas que soltaran, por intensa que fuera la emoción que despertaron tanto en sus países como en el extranjero, los Gobiernos de Tsipras y Costa no prometían la revolución. Prometían autonomía nacional, respeto por uno mismo y, sobre todo: una mejora social. Esto los hacía

vulnerables a la amenaza de una asfixia económica inmediata. A fin de cuentas, ¿de qué servía un modesto aumento de la pensión, o una reducción en las listas de vivienda social, si el BCE cortaba la inyección de liquidez y los ciudadanos no podían sacar dinero del banco?

Pero el desafío al *statu quo* de la Unión Europea no procedía solo de la izquierda. Aunque la batalla con Grecia había eclipsado la oleada de nacionalismo que ya se había podido notar en las elecciones parlamentarias de mayo de 2014, esta seguía cobrando más fuerza. En 2014 saltaron a los titulares el FN francés, el UKIP británico y el Partido Popular Danés. Un año más tarde, en Gran Bretaña, el Partido Conservador obtuvo una mayoría clara —e inesperada— en las elecciones generales de mayo de 2015. Los conservadores británicos acogían ideas bastante diversas. David Cameron había guiado al partido por el desierto de la oposición, por la vía de la modernización cultural. Pero el ala derecha se encuadraba netamente en el campo nacionalista: un tradicionalismo preocupado por la soberanía y la inmigración, y dado a ondear la bandera nacional.[90] Más a la derecha acechaban los disidentes del UKIP, contrarios a la Unión Europea, que en la convocatoria anterior se habían quedado fuera de Westminster pero habían sido los triunfadores en las elecciones europeas de 2014. A las pocas semanas de la victoria conservadora, el partido Ley y Justicia, que apelaba a un nacionalismo franco y al conservadurismo cultural, se hizo con la presidencia del país.[91] También eran nacionalistas hostiles al intrusismo de Bruselas y la amenaza del «dominio» alemán. Durante el verano y otoño de 2015, el drama de la crisis de los refugiados sirios, y la respuesta de Angela Merkel —tan bienintencionada como torpe— avivaron las llamas de los nacionalismos. Alemania no solo pretendía mandar sobre los otros; además estaba abriendo las puertas a una invasión extranjera. Para los demagogos del nacionalismo, ello representaba un doble peligro. En otoño de 2015, Ley y Justicia controlaba no solo la presidencia de Polonia, sino también el Parlamento y el gobierno.

En conjunto, Polonia y el Reino Unido sumaban 100 millones de ciudadanos de la Unión Europea, el 20% del total, con gobiernos que condescendían con los elementos más eurófobos y escépticos. En Bruselas se vivía con inquietud, pero la cuestión tenía también otras ramificaciones. Históricamente, Gran Bretaña había sido el gran aliado de Estados Unidos en Europa, en la OTAN e igualmente como pilar del sistema transatlántico del eurodólar. Desde los primeros años del nuevo siglo, Polonia se había

destacado al frente de lo que Donald Rumsfeld denominaba la «nueva Europa». Era el Estado de la Europa del Este más claramente afín con el proyecto geopolítico estadounidense. Aquel mismo año, algo antes, Syriza había intentado aumentar su peso negociador interesando a los actores globales en su situación de necesidad. Estados Unidos, China y Rusia habían declinado pronunciarse, porque no querían entrometerse en la esfera de influencia de Alemania. Polonia y el Reino Unido representaban desafíos para el *statu quo* de la Unión Europea que no resultaría tan fácil contener.

Capítulo 23
LA AMENAZA POPULISTA

El año 2016 comenzó con el gobierno nacionalista de Varsovia buscando brega con Bruselas por la libertad de prensa, la independencia del poder judicial y el derecho al aborto. En su desafío a la Unión Europea podían contar con el aplauso de la «democracia» húngara, que el propio Viktor Orbán había calificado de «iliberal». Entre tanto, el Gobierno británico exigía negociar un distanciamiento del futuro de Europa. El primer ministro británico hizo saber a Bruselas que, por su parte, querría adoptar una posición proeuropea. Pero desde el principio, el enfoque de Cameron fue desconcertantemente transaccional: si no le concedían lo que exigía, amenazaba con liderar la campaña por la salida de la Unión Europea, en un referéndum previsto para el verano de 2016.

Los denominadores comunes de los desafíos planteados desde la derecha eran el nacionalismo y la xenofobia. Sin embargo, a diferencia de los máximos dirigentes de Ley y Justicia, Cameron se hallaba en una posición extraña. Lidiaba por conciliar un mar de fondo —el sentimiento popular promovido por los propagandistas de su propio partido— con un programa más general de globalismo proempresarial. Desde la década de 1970, la pertenencia a la Unión Europea había dado forma a la modernización competitiva de la economía británica. Los *tories* habían participado en este proceso tanto como cualquier otro partido. En su forma del siglo XXI, la City de Londres había emergido como uno de los puntos centrales de la relación entre la Unión Europea y el Reino Unido. Su posición *offshore*, de cierta distancia con la Unión Monetaria había definido los lugares tanto de Gran Bretaña como de Europa en las redes de la globalización financiera, así como en su relación con Estados Unidos. Pero en aquel momento, en una apuesta extraordinariamente peligrosa —con el afán de canalizar y dirigir la política del nacionalismo popular—, el gobierno *tory* arriesgaba la posición de Londres como nudo crucial en la red de la economía global.

I

No hacía ni diez años, la City estaba en la cresta de la ola. Era la joya más preciada de la corona económica del Nuevo Laborismo. Era el billete de acceso de Gran Bretaña a la importancia global. Era el estándar al que aspiraban los desreguladores de Wall Street; la ubicación preferida para las finanzas globales de mayor rapidez y ambición. Esto agravó todavía más el terremoto de 2008. La City pasó a ser un centro de crisis y fracaso.[1] Decenas de miles de personas perdieron sus puestos de trabajo. Los dos bancos más resistentes del país —Barclays y HSBC— eludieron el programa de recapitalización del que Brown había alardeado. El gobierno tuvo que nacionalizar no solo Northern Rock, sino también Lloyds-HBOS y RBS. En la estela de la crisis, el «reajuste» era un programa compartido tanto por el laborismo como por la coalición gubernamental que lo reemplazó.[2] La legislación bancaria británica iba mucho más allá que la legislación estadounidense de Dodd-Frank. La Autoridad de Servicios Financieros (FSA), de la que tanto se había hecho gala, se abolió, y el Banco de Inglaterra volvió a asumir la supervisión bancaria. El nuevo concepto de la macroprudencia no permitía establecer una distinción clara entre la regulación y las funciones de la política económica. La Ley de reforma bancaria de 2013 separó las funciones bancarias y blindó la actividad minorista. Los servicios financieros habían dejado de formar parte del relato del éxito nacional británico.

Pero a diferencia del caso de Wall Street, endurecer la regulación de los bancos británicos no es lo mismo que poner freno a la City de Londres. La City no es, antes que nada, un centro financiero nacional, sino que sus negocios son primordialmente globales. La conferencia de Londres del 26 de julio de 2012, en la que Draghi pronunció su famoso discurso, era un acto dirigido a inversores globales, concebido para exhibir la City. Ante la proximidad de los Juegos Olímpicos, el gobernador del Banco de Inglaterra, Mervyn King, tenía el deporte en mente. La City de Londres —comentó— era como el All England Lawn Tennis and Croquet Club, que acoge Wimbledon.[3] El emplazamiento es típicamente inglés, pero se trata de un torneo global. Aunque King no desarrolló la idea, implicaba que los bancos de Gran Bretaña, en relación con la City, eran como el programa de fomento del tenis británico, que no salía adelante: una preocupación nacional. En tal o cual circunstancia quizá produjeran un campeón, pero los

tenistas británicos —y el resto de la economía nacional— no eran el atractivo principal de Wimbledon.

La City moderna se había levantado sobre el sistema del eurodólar. Había sobrevivido a la crisis gracias a la Reserva Federal. Pero los reguladores estadounidenses, por su parte, entendían que el papel de Londres había servido de plataforma para algunos de los riesgos más extremos que los bancos norteamericanos habían acumulado. Una figura destacada de la regulación de Estados Unidos declaró ante una comisión del Congreso, en 2012, que el país había permitido que sus riesgos emigrasen a Londres para luego «volver aquí mismo y estrellarse contra nuestras costas».[4] Dentro de las múltiples posibilidades del marco de Dodd-Frank, los reguladores estadounidenses estaban endureciendo mucho la normativa aplicable tanto a los bancos extranjeros que operaban en el país como a las operaciones de los bancos nacionales en el extranjero.[5] Los bancos europeos que habían simbolizado la relación de la City con Wall Street —por ejemplo Barclays y Deutsche Bank, UBS y Credit Suisse— quedaron sometidos a una enorme presión. En 2015, de todos los bancos europeos que habían aspirado a estar en lo alto de las clasificaciones de Wall Street, solo el Deutsche seguía compitiendo por una de las posiciones de cabeza en la banca de inversión global; y esto, de hecho, se interpretaba como un síntoma de la desesperación de esta entidad: Deutsche no tenía otra línea de negocio segura a la que replegarse.[6] El tráfico, en su conjunto, procedía de Estados Unidos a Europa. Todos los grandes bancos estadounidenses mantenían aún una presencia señalada en Londres. Pero como signo de los nuevos tiempos, en 2014, Wall Street arrebató a la City —por primera vez — el liderazgo bancario global, según un informe tan influyente como el del Z/Yen Group.[7]

¿Cómo podía Londres recuperar su importancia? Después de la crisis, los grandes competidores de los bancos globales de Estados Unidos ya no eran europeos, sino asiáticos. El banco «británico» que mejor había sobrellevado la crisis era HSBC. Impulsado por la presión de la competencia, Londres se embarcó en un juego llamativo, muy propio del siglo XXI.[8] Igual que había hecho para Estados Unidos, la City se reconstruiría como la puerta financiera de China al mundo. Aunque para ello hubiera que pasar por alto la geopolítica de la rivalidad sino-estadounidense, establecer una relación especial con China restauraría la capacidad competitiva de Londres. En la primavera de 2012, la Corporación

de la City inició un proyecto que aspiraba a convertirla en un centro clave en el uso del renminbi. El resultado fue una serie de novedades espectacular. En 2012 HSBC ya había emitido el primer título denominado en renminbi, y Londres afirmaba manejar el 62 % de los pagos en renminbi realizados fuera de China. En junio de 2013, para consolidar este negocio en expansión, el Banco de Inglaterra suscribió un acuerdo de *swap* con el Banco Popular de China (PBoC, por sus siglas en inglés). Pekín confió a algunos gestores de activos radicados en Londres el privilegio de ser las primeras empresas occidentales a las que se permitía invertir directamente en acciones denominadas en renminbi. En octubre de 2014, el propio Tesoro británico emitió títulos por valor de 3.000 millones de renminbi.[9] Durante mucho tiempo, Estados Unidos había pedido préstamos de China. Ahora el Reino Unido obtendría préstamos en la divisa china.

Al hacer estos movimientos, el Banco de Inglaterra citó explícitamente el modelo de los mercados del eurodólar en la década de 1970. La diferencia, por descontado, era que al facilitar la aparición del mercado de eurodólares, Londres había permitido que las finanzas globales escaparan de la regulación gubernamental. En cambio, al facilitar la internacionalización del renminbi, la City londinense y el Gobierno británico actuaban en estrecha colaboración con las autoridades de Pekín. Londres hizo hincapié en normalizar la relación: China era un mercado emergente crucial. Después de la internacionalización vendría la liberalización. Esto, sin embargo, suponía cerrar los ojos al hecho de que tanto Estados Unidos como China competían por la primacía geoeconómica. Pero la propuesta china del Banco Asiático de Inversión en Infraestructura (AIIB, por sus siglas en inglés) puso de manifiesto el conflicto: que Washington reaccionara con furia ante la voluntad británica de sumarse al banco encabezado por los chinos fue un hecho revelador.

Las jugadas de Londres fueron muy atrevidas, y esto llama aún más la atención cuando se considera el contexto general en el que debemos situarlas. En la década de 1980, Gran Bretaña se había colocado en una posición similar, como centro de la inversión japonesa, tanto de sus bancos como de sus fabricantes. Gran Bretaña, como puerta de una inversión directa extranjera global, actuó como voz en defensa de la liberalización de los mercados en el seno de la Unión Europea. En el siglo XXI, enfrentarse a los estadounidenses y los chinos en los servicios financieros quizá podía compararse con la posición de Alemania en cuanto exportador global de

productos de alta tecnología. Cuando Cameron visitó Pekín en 2013, esta parecía ser su visión del futuro. Ofreció a Gran Bretaña como un socio «singularmente bien situado para defender la intensificación de la relación comercial e inversora de la Unión Europea con China» y esbozó la idea de un «ambicioso y completo Tratado de Libre Comercio entre la UE y China».[10] Pero esto convertía en especialmente urgente la duda de cuán seguro era el lugar del Reino Unido en la Unión Europea.

La crisis de 2008 marcó un antes y un después en las relaciones de Gran Bretaña con la Unión Europea. Cuando la economía británica entró en recesión, el descontento popular con Europa se incrementó. Desde la oposición, los *tories* no hicieron nada por moderar ese resentimiento; antes al contrario, el gran influjo de migrantes de la Europa del Este a los que los gobiernos de Blair y Brown habían dado la bienvenida era un palo estupendo contra los laboristas. Una vez que la coalición liderada por los conservadores empezó a imponer su programa de austeridad, se empezó a atacar sin descanso a la inmigración porque, supuestamente, era una carga para los servicios sociales y el sistema nacional de salud. El crecimiento británico, con su desequilibrio, agravó el sentimiento de frustración. Mientras que los sectores productores de la economía británica —fábricas, construcción, etcétera— se estancaron, entre 2010 y 2014 los servicios financieros crecieron por encima del 12,4%.[11] Con el impulso de la riqueza de la City, en Londres y los alrededores, el precio de la vivienda se disparó un 50 % entre 2013 y 2016, con un crecimiento espectacularmente superior al del resto del país. Londres era la ciudad global y cosmopolita por excelencia, el hogar preferido de los oligarcas. En términos económicos, el «reajuste» era un mito; pero en lo político, no. En buena parte del Reino Unido, la opulencia cosmopolita de Londres despertaba una gran antipatía. Para la opinión conservadora próxima al UKIP, «“Londres” se ha convertido en la forma más breve de decir: “gente de fuera que no comprende los problemas de la nación”».[12] Londres era una capital de esta élite; Bruselas, otra. El sensacionalista y populista *Daily Express* empezó a hacer campaña por el *brexit* en noviembre de 2010; fue el primer periódico que se alineó con el UKIP.[13] En octubre de 2011, cuando la crisis del euro llegó a su paroxismo, ochenta parlamentarios de las filas conservadoras, sin un perfil especialmente destacado, rompieron con el gobierno y exigieron un referéndum sobre el tratado de Lisboa y cambios en la Constitución europea.[14] Las encuestas de otoño de 2011 indicaban que apenas un tercio

de los electores británicos deseaba continuar en la Unión Europea, mientras que más del 50 % ambicionaba abandonarla.[15]

Si el ala modernizadora de los *tories*, próxima a la gran empresa, quería mantener el control, era indudable que debía resolver la cuestión europea de una vez por todas. La presión llegaba desde dos lados: desde el exterior de Gran Bretaña, pero también desde el interior.[16] La reacción a la crisis que se percibía en Europa se consideraba un mal augurio desde Londres. Como de costumbre, los franceses eran el enemigo. Sarkozy y Trichet parecían resueltos a desplazar a la City —que consideraban una fuente de inestabilidad financiera— del núcleo de las finanzas denominadas en euros. Mientras los Gobiernos de Europa se esforzaban por contener la crisis de confianza de la eurozona, era inevitable que pareciera anómalo que la mayor parte del movimiento de euros, y de las transacciones de derivados denominados en euros, se desarrollara en Londres. Muchos Estados miembros aprobaban la idea de un impuesto a las transacciones financieras. Desde los bancos de la oposición, tanto los socialistas franceses como el SPD alemán impulsaban la idea. Dada la debilidad política de sus socios de coalición, Merkel no podía permitirse hacer caso omiso de ellos. Un estudio de la Comisión llegó a la conclusión inevitable de que cualquier impuesto de ese tipo generaría como mínimo un 62 % de los ingresos en la City.

Estas tensiones desembocaron, en diciembre de 2011, en el desastroso choque entre el Reino Unido y el resto de la Unión Europea sobre el pacto fiscal. Es revelador que Cameron acudiera a las conversaciones de la zona euro en Bruselas, que serían a cara de perro, con un punto clave en su programa: proteger la City.[17] Los planes que Van Rompuy pregonaba —de una mayor integración, hasta llegar a los eurobonos— resultaban inaceptables por igual para Berlín y Londres. Cameron, en consecuencia, pensaba que había base para un acuerdo. Él ayudaría a bloquear el programa federalista y, a cambio, Merkel prometería a Cameron eximir a la City de cualquier regulación onerosa. La idea demostró ser un error. Para resolver la crisis de la eurozona, Merkel necesitaba a Sarkozy, y al SPD en el Bundestag, mucho más de lo que necesitaba a Cameron. Este se sintió traicionado y vetó el acuerdo, con lo cual quedó como un defensor inflexible de los intereses de la City.[18] Entre tanto, el gran pacto fiscal de Merkel y Sarkozy quedó reducido a un convenio intergubernamental.

La gestión del enfrentamiento, por parte de Cameron, fue terrible, pero no carecía de lógica. Para controlar la crisis de la eurozona, era evidente

que Berlín y París debían avanzar hacia una mayor integración fiscal y financiera. En cada reunión del Consejo Europeo, en el G20, en el G8, en público y en privado, el Gobierno británico instó a la Unión Monetaria a seguir esta lógica.[19] Para los economistas anglófonos, esta necesidad funcional era, sencillamente, ineludible. El «lo que haga falta» de Draghi se recibió con gran alivio. Pero, aunque era necesario consolidar el euro, para los líderes del Partido Conservador esto tenía consecuencias políticas serias. La unión bancaria, y una unión fiscal, eran inaceptables para un amplio espectro de la opinión británica, no solo para los eurófobos. Si una mayor integración de la zona euro no era cuestión de *si* se hacía o no, sino solo de cuándo se hacía, entonces Londres debería obligar a Bruselas a admitir abiertamente el modelo de una Europa de varios niveles y velocidades.

Es fácil olvidarlo, una vez pasado el tiempo, pero el referéndum del *brexit* no se concibió como una elección entre un SÍ o un NO pertenecer a la Unión Europea «tal cual». Tampoco era un simple mecanismo para forzar concesiones menores. Londres actuaba con el orgullo de creer que Gran Bretaña podía cambiar el curso de la UE. Mientras los países del euro seguían progresando en el camino de la integración, Gran Bretaña obligaría a Bruselas a reconocer oficialmente un modelo no solo de varias velocidades, sino también multidireccional. El Reino Unido no avanzaba despacio hacia una unión más firme; si los *tories* conseguían su objetivo, la meta era distinta. Hacía falta que Bruselas aceptara tanto este hecho como las consecuencias que ello acarrearía para la economía política de Europa. La City de Londres era un núcleo financiero *offshore*, situado a la vez dentro y fuera, y esa condición debía recibir un reconocimiento permanente como tal. El enfrentamiento era inevitable y para Londres había llegado el momento de resolver el asunto. Para dejar atrás la crisis de 2010-2012, para consolidar las estructuras institucionales de la zona euro, sus miembros tendrían que abordar la espinosa cuestión de modificar el tratado. Estas negociaciones complejas empezarían en 2013, una vez que la eurozona se hubiera estabilizado, y concluirían, como muy tarde, en 2016. Durante estas negociaciones delicadas, Gran Bretaña dispondría de una situación especialmente ventajosa. El hecho de que la zona euro se viera obligada a buscar la consolidación por todos los medios abriría una ventana de oportunidad estratégica, que permitiría a Cameron negociar una nueva exención.

Este triple cálculo —el intento de los líderes metropolitanos del Partido Conservador de afirmar su control sobre la base *tory*; la convicción orgullosa de que Londres poseía el poder suficiente para imponer cuestiones estructurales a la Unión Europea, y la valoración de que había llegado el momento de hacerlo— culminó en el fatídico discurso de Cameron en la nueva sede del servicio de noticias de Bloomberg, en la City, el 23 de enero de 2013.[20] No fue un discurso abiertamente antieuropeo, pero Cameron insistió en la necesidad de redefinir los objetivos de la Unión Europea más allá de la Unión Monetaria. Había prometido frenar la entrada de inmigrantes al Reino Unido; con este fin, quería limitar los derechos de los ciudadanos de la UE a recibir asistencia en Gran Bretaña. Quería salvaguardar a los miembros de la Unión Europea que no eran de la zona euro contra las nuevas decisiones del núcleo del Eurogrupo que conllevaran más integración. Quería (al menos en lo que respectaba a su país) trazar un límite a la promesa europea básica de una unión cada vez más estrecha. Exigió abrir negociaciones y, sobre esta base, prometió que se celebraría un referéndum, a más tardar en 2017.

Era una estrategia coherente, pero arriesgada. En el verano de 2013 ya resultaba obvio que los británicos se habían excedido en su optimismo, al imaginar que la zona euro pasaría de la crisis de 2010-2012 a una renegociación completa de los tratados. Esto quizá tenía sentido, desde el punto de vista de la gobernanza económica, pero Berlín, París y Bruselas eran muy conscientes de que tales negociaciones los dejarían en situación de vulnerabilidad. Después de que las elecciones europeas de mayo de 2014 tuvieran un resultado tan terrible, toda renegociación de los tratados se pospuso a un futuro indeterminado. La ventana de oportunidad con la que Cameron contaba nunca se abrió. La idea de un gran pacto entre británicos, neerlandeses y alemanes para negociar una nueva visión liberal del mercado común murió antes de nacer.[21] En verano de 2014 se eligió a Juncker como nuevo presidente de la Comisión, pese a que Gran Bretaña había expresado con firmeza su oposición; fue un signo de que la capacidad de influencia de Londres estaba menguando con rapidez.[22] En 20142015, Europa se vio sacudida por la crisis de Ucrania, la pelea por Grecia y la crisis de los refugiados; en tal estado de cosas, la Unión Europea parecía ir mal, Gran Bretaña parecía destacar por su falta de cooperación, y el programa reformista de Cameron parecía trivial. El primer ministro británico hablaba con grandilocuencia de su novedosa concepción del futuro europeo, pero

¿acaso no se reducía todo aquello a una irresponsable condescendencia con los xenófobos y los intereses egoístas de la City?[23]

Sin embargo, Cameron no podía dar marcha atrás, menos cuando, en mayo de 2015, los *tories* se hicieron con la mayoría, de forma inesperada. La cuenta atrás para el anunciado referéndum no se detenía. Aunque no se negociara un nuevo tratado, ¿Cameron podía obtener al menos alguna concesión importante de Bruselas? Berlín estaba dispuesta a ayudar. Merkel quería evitar el terremoto que el *brexit* comportaría para el equilibrio de poder en Europa. Pero después de la debacle de diciembre de 2011, y la brutal campaña de Londres contra Juncker, Gran Bretaña estaba señalada como un elemento tóxico.[24] Ni siquiera los nacionalistas polacos podían ver con buenos ojos la exigencia de limitar la libertad de movimiento; a fin de cuentas, esta se dirigía precisamente contra muchos polacos. Tusk, desde la presidencia del Consejo Europeo, podía ofrecerle poco a Cameron. La Unión Europea no podía permitir que el Reino Unido siguiera dictando el curso futuro de la integración. Tanto la libertad de movimiento como la igualdad de derechos de los ciudadanos de la UE eran innegociables. Ante la urgente necesidad de presentar a los votantes británicos alguna clase de acuerdo, el 20 de febrero de 2016 Cameron se conformó con un «freno de emergencia» que permitía que el Reino Unido limitara el pago de prestaciones a los inmigrantes durante un período «único» de siete años.[25] Por su parte, Tusk se mostró partidario de que la Unión reconociera «que el Reino Unido [...] no se compromete con una mayor integración política en la Unión Europea [...] Toda referencia a una unión más estrecha no se aplica al Reino Unido». Ahora bien, en palabras de un experimentado representante británico en el Parlamento Europeo: «En realidad, esas declaraciones apenas tienen efecto. Quizá nada cambie, a fin de cuentas. Todos los tratados podrían seguir aplicándose al Reino Unido, como hasta ahora».[26] Así pues, a Londres le tocaba hacerse valer. En enero de 2013, Cameron había prometido que Gran Bretaña pondría en marcha un replanteamiento fundamental de los propósitos de la Unión Europea; pero la realidad no se parecía en nada a los deseos. Era mucho menos de lo que el primer ministro británico necesitaba para mantener unido al Partido Conservador. De inmediato, dos pesos pesados de los *tories* —el alcalde de Londres, Boris Johnson, y el ministro de Educación, Michael Gove— tomaron distancia y lanzaron la campaña por el *brexit*, la posición

«dominante» entre los conservadores, en el referéndum cuya celebración se había fijado para el 23 de junio de 2016.

II

Cuando se enfrentó a Syriza, un año antes, el ministro de Hacienda alemán, Schäuble, había declarado que a su entender no se podía permitir que unas elecciones interfiriesen con los fundamentos de la política económica. La economía de Grecia representaba un 1 % del PIB de la Unión Europea. En el referéndum del *brexit*, una mayoría simple decidiría el futuro de un país cuya economía representaba el 17% del total. Para el Reino Unido, era mucho lo que había en juego. La mitad del comercio británico (cerca de 200.000 millones de dólares) iba a la Unión Europea. Si Gran Bretaña acumulaba 1,2 billones de dólares en inversión directa extranjera, la mitad procedía de la Unión Europea. Tanto los inversores europeos como los no europeos preferían Gran Bretaña precisamente por ser miembro de la Unión. La industria del automóvil japonesa tenía en el Reino Unido su base principal de exportaciones al resto de Europa. En 2015, 3,2 millones de ciudadanos de la Unión Europea vivían en el Reino Unido, de los que 2,3 millones estaban trabajando: el 7 % de la población activa; 1,2 millones de ciudadanos británicos vivían de forma permanente en la UE. Por descontado, aunque el Reino Unido no fuera miembro de la Unión Europea habría habido comercio, inversión y migración entre las islas y Europa. Pero ¿cuánto? Según los mejores cálculos de los economistas, el comercio con otros miembros de la UE era un 55 % superior a lo que cabía esperar sin la pertenencia a la Unión.[27] Para la City, la situación era aún más acuciante. Decenas de miles de puestos de trabajo y miles de millones de libras empleados en negocios dependían de los «derechos de pasaporte», que permitían que los bancos de Londres operasen como si se hallaran dentro de la eurozona. Se trataba de una ficción útil para las empresas financieras europeas, británicas, estadounidenses y asiáticas. Pero Londres no podía confiar en mantener esta concesión si dejaba de pertenecer a la Unión Europea.

No estaba claro que la Unión Europea contara con el apoyo popular de los británicos. Para la derecha nacionalista, Bruselas era como un capote rojo. Los banqueros y la «élite» de Londres tampoco gozaban de aprecio. La campaña por la permanencia (*Remain*) optó por jugársela a doble o nada.

Estableció su campamento base en la City. Como estrategia, renunció a convencer a los votantes de las bondades de la Unión Europea; se consideró que no había forma de vender eso. Se pidió a los políticos europeos que no hicieran aparición en Gran Bretaña, pues solo conseguirían empeorar las cosas. La campaña por la permanencia, encabezada por el principal equipo de relaciones públicas del Partido Conservador, con el apoyo de liberales y laboristas, tenía como mensaje principal: «Los votantes británicos nunca amarán la Unión Europea. Pero quizá podamos aterrorizarlos para que no quieran abandonarla».[28] La estrategia se bautizó, adecuadamente, como «Proyecto Miedo», con un concepto acuñado algo antes, en el contexto del referéndum de independencia de Escocia, en 2014. Sus arquitectos fueron un gurú australiano de las relaciones públicas, Lynton Crosby, y Jim Messina, que había trabajado con Obama en la Casa Blanca. A juicio de Messina, se trataba de lo siguiente: «Vivimos tiempos de incertidumbre económica, y lo último que deberíamos hacer es poner en peligro las economías del Reino Unido y la Unión Europea con esta medida aventurada [el *brexit*]».[29] Cuando Messina y sus colegas hablaban de «la economía», querían decir «el mundo de los negocios». Así pues, la campaña se propuso conquistar la voluntad de la mayoría popular con un expediente simple y claro: si la UE era buena para los negocios del Reino Unido, lo mejor para Gran Bretaña era quedarse.

Se convenció a cincuenta grandes empresas británicas de que suscribieran una declaración según la cual Gran Bretaña sería «más fuerte, más segura y más rica» en el seno de una «Unión Europea reformada».[30] Entre bambalinas, la Confederación de la Industria Británica intentaba convencer a sus miembros más destacados de que incluyeran avisos contra el *brexit* en sus informes anuales.[31] La Corporación de la City hizo caso omiso de las objeciones de los contrarios a la Unión Europea y dio su apoyo expreso a la permanencia.[32] Algunas figuras empresariales se lamentaron (con un exceso de delicadeza) de que enumerar la pérdida de puestos de trabajo o la cancelación de proyectos de inversión que el *brexit* probablemente acarrearía podía interpretarse como un chantaje. En lo que respectaba al menos a los sindicatos, la cuestión la tenían clara. El parlamentario laborista Pat McFadden, ex ministro y copresidente de la campaña laborista por la permanencia, afirmó: «Creo que las empresas tienen una voz legítima en el debate, y si quieren dar a conocer su punto de vista, tienen todo el derecho a hacerlo».[33] Unite, el mayor sindicato

británico y a su vez principal donante del Partido Laborista, que contaba con cerca de medio millón de afiliados, envió un recado claro: «El mensaje para nuestros afiliados de BMW, Airbus, etc., es muy directo: se trata de trabajo, de derechos, de quedarse [en la Unión Europea]».[34]

El mismo mensaje halló ecos en todo el mundo. El 12 de abril, el FMI anunció que si Gran Bretaña optaba por el *brexit* podía causar «graves daños globales y locales». Según el Fondo, el mero hecho de celebrar el referéndum era tan perjudicial para la confianza de los inversores que el Fondo se veía obligado a reducir su previsión del crecimiento británico un 15 %: del 2,2 % al 1,9 %. Las consecuencias de abandonar la Unión —advirtió Lagarde— serían «en el mejor de los casos, muy negativas».[35] La cumbre del G7 en Tokio hizo saber que «si el Reino Unido deja la Unión Europea, revertirá la tendencia creciente de la inversión y el comercio globales, y los puestos de trabajo que esta crea, y compromete gravemente el futuro crecimiento». En palabras de Angela Merkel, el G7 quería enviar «la señal de que todos los que estábamos aquí queremos que Gran Bretaña siga en la Unión Europea».[36] En la propia Gran Bretaña, el Tesoro británico dio a conocer un extenso informe que valoraba que, con el *brexit*, cada unidad familiar perdería entre 2.600 y 5.200 libras anuales. En 2030 el PIB habría bajado quizá hasta un 6 %, lo que costaría al gobierno una reducción de los ingresos fiscales de entre 20.000 y 45.000 millones de libras, lo que se traduciría en un recorte importante de los servicios públicos o un incremento paralelo de los impuestos.[37]

La campaña del Remain suponía trasladar el legendario eslogan de los tiempos de Clinton —«¡Es la economía, estúpido!»— en su variante más literal y masiva. Se hacía eco del determinismo de Thatcher, del «No hay alternativa» de Merkel. La alineación de intereses y de la opinión de los expertos era tan absoluta que llegaba a causar incomodidad. El canciller de Hacienda Osborne puso voz al desasosiego que muchos sentían pero casi nadie expresaba en público. Si la opinión autorizada era plenamente unánime en su respaldo a la pertenencia a la UE, le dijo a la prensa, «no es una conspiración. Se llama consenso [...] [L]a lógica económica de esta argumentación está fuera de toda duda».[38]

Sin embargo, la opinión nunca fue tan monolítica como habrían deseado los defensores de la permanencia. Como el resultado era incierto y estaba claro que una gran parte de la población prefería abandonar la Unión Europea, las compañías corrían un riesgo si se identificaban demasiado

abiertamente con el Remain.[39] La City tampoco era unánime. Un ala libertaria se sentía atraída por la idea de romper con Bruselas. La posición de los principales inversores extranjeros de la City era aún más reveladora. Los que más claramente alzaban la voz por la Unión eran los bancos de inversión estadounidenses. Dado su papel en la City, para ellos había mucho en juego y no les daba miedo afirmar que el Reino Unido debía continuar en la Unión Europea: Londres era su puerta a la economía europea y los negocios de la zona euro. Según apuntaron economistas de Goldman Sachs, las estadísticas del BPI mostraban que, a finales de 2015, los bancos estadounidenses poseían 424.000 millones de dólares en derechos (en activos) sobre prestatarios británicos, incluidos 46.000 millones de dólares prestados a bancos del Reino Unido. Sumando los derivados, las garantías y los compromisos de crédito, el total ascendía a 919.000 millones de dólares. La exposición de los bancos británicos con respecto a Estados Unidos era aún superior: de 1,4 billones de dólares en derechos financieros.[40] Ante tales inversiones, no fue de extrañar que Goldman Sachs, J. P. Morgan y Morgan Stanley se destacaran pronto por sus importantes donaciones a la campaña del Remain.[41] Jamie Dimon, de J. P. Morgan, se presentó en público abiertamente al lado de Osborne.[42]

El presidente Obama acudió en persona a Londres, el 22 de abril de 2016, a decir que Estados Unidos no era indiferente a la posición de Gran Bretaña en Europa. La visita respondía a una petición expresa de Cameron. Obama, que era muy popular entre la opinión pública británica, no se reprimió. En palabras de la BBC, el presidente estadounidense se «entregó sin reservas a convencer a los británicos de que siguieran en la Unión Europea». La relación especial entre los dos países, la segunda guerra mundial y los desafíos del presente, todo ello exigía que el Reino Unido siguiera integrado en Europa.[43] Obama entendía que podía ser delicado que un extranjero se dirigiera a los británicos en un momento crucial como aquel, pero «les diré, con la sinceridad de un amigo, que el resultado de su decisión reviste un enorme interés para Estados Unidos». Más aún, el pueblo británico debía saber que cuando los partidarios del *brexit* afirmaban que en breve tiempo se firmaría un nuevo tratado entre una Gran Bretaña «independiente» y Estados Unidos, se basaban en una esperanza infundada. Estados Unidos enfocaba sus negociaciones comerciales hacia los grandes bloques. La clave del futuro era el TTIP: la Asociación Transatlántica para el Comercio y la Inversión, suscrita entre Estados Unidos y la Unión

Europea en paralelo al acuerdo transpacífico, el TPP del ámbito asiático. «Quizá en algún momento pueda llegar a alcanzarse un acuerdo comercial entre el Reino Unido y Estados Unidos», pero «no es algo que vaya a pasar pronto [...] El Reino Unido tendría que ponerse al final de la cola».[44]

El poder y el dinero de Estados Unidos estaban indicando con claridad qué querían que Gran Bretaña votara. La extensión de Wall Street en Europa —la City londinense, que había definido las finanzas internacionales desde la década de 1970— estaba en peligro. No es de extrañar que la principal publicación intelectual de la izquierda describiera la alternativa como sigue: «[E]l voto por la permanencia, sea cual fuere su motivación, funcionará en este contexto como un voto a favor de la clase dirigente británica que durante mucho tiempo ha canalizado las peticiones de Washington hasta las salas de negociación de Bruselas, frustrando la esperanza de una "Europa social" desde el Acta Única Europea de 1986».[45]

III

El foco monolítico de la campaña por la permanencia no solo apuntaba a «dar importancia a la economía, la empresa y el hecho de que estarás mejor [si votas por la permanencia]»; al hacerlo así también trazaba una línea entre la política razonable y la irracional. Al quedarse sin argumentos económicos, los partidarios del *brexit* se verían relegados a terrenos más marginales, sobre todo la inmigración y el «aislamiento de Gran Bretaña frente al mundo».[46] El equipo proeuropeo confiaba en que esto haría pasar a primer plano a los elementos más excéntricos e inquietantes del *brexit*, en particular Nigel Farage y el UKIP. Con su retórica incendiaria, distanciarían a los votantes más moderados. En tanto que táctica, tuvo el efecto buscado: la campaña del *brexit* puso en primer plano el tema de la inmigración. Sin embargo, los unionistas subestimaron los riesgos. No cayeron en la cuenta de que, aparte de que mucha gente tenía ganas de mandar a hacer puñetas al *establishment*, la inmigración y la xenofobia eran, de hecho, cartas ganadoras. La política racial no se frenaba siquiera ante la persona del presidente de Estados Unidos. Boris Johnson exigió saber con qué derecho Obama sugería a los británicos que hicieran cesiones de soberanía que Estados Unidos nunca aceptaría. ¿Por qué Gran Bretaña iba a confiar en un presidente que había eliminado el busto de Churchill del Despacho Oval? «Había quien decía que era hacer un desaire a Gran Bretaña. Había quien

decía que era un símbolo del disgusto ancestral que un presidente de ascendencia keniata sentía por el imperio británico, un imperio que Churchill siempre había defendido con fervor. Había quien decía que quizá Churchill había perdido importancia con el tiempo; quizá sus ideas estaban anticuadas y ya no estaban vigentes». La discreta pero deliberada referencia de Johnson a la «ascendencia keniata» del presidente cumplió su cometido como cuando se llama a los perros: Johnson silbó y Farage se presentó corriendo. Donde Johnson se andaba con evasivas, Farage soltó un inequívoco gruñido racista. Al líder del UKIP no le cabía duda de que «Obama, por su abuelo y Kenia y la colonización, está resentido contra nuestro país».[47]

En mayo, a medida que la campaña por el *brexit* se aceleraba, la inmigración pasó todavía más al primer plano. El propio Cameron se había puesto palos en las ruedas: cinco años antes había prometido que la cifra de inmigrantes se reduciría a «unas decenas de miles».[48] A finales de mayo de 2016, sin embargo, la Oficina de Estadística Nacional informó de que la migración neta del año anterior había ascendido, de hecho, a 333.000 personas: el segundo registro más elevado de la historia. El 16 de junio, el ala de Farage en la campaña por la salida de la Unión Europea mostró su póster más extremo. Se titulaba «Punto de inflexión» y mostraba una columna de míseros refugiados sirios de camino hacia lo que, en realidad, era la frontera eslovena. Tenía poco que ver con el *brexit* como tal, pero daba un nuevo sentido al eslogan de recuperar el control. Había que defender Gran Bretaña frente al desorden de Europa.[49] Aquel mismo día, un neonazi enloquecido mató, a plena luz del día, a una figura popular de la campaña por la permanencia: la parlamentaria Jo Cox. Al Proyecto Miedo le había salido competencia.

El día del referéndum, los proeuropeos estaban relativamente confiados. Sin embargo, en las primeras horas del 24 de junio se supo que el *brexit*, aunque por poco, había ganado. Si se echa la vista atrás, en realidad hacía cierto tiempo que las encuestas predecían este resultado. La salida de la Unión Europea venció en las mismas zonas en las que el UKIP había triunfado en 2014, y entre un electorado similar. Algunos votantes típicos de los *tories*, como la clase media de provincias y de cierta edad, votaron en masa por el *brexit*; es probable que esto ya estuviera decidido. Pero les acompañó una larga serie de electores con menos formación e ingresos más bajos que, desde la década de 1990, habían ido derivando hacia la derecha.

Según una empresa de estudios de opinión, el 60 % de los grupos socioeconómicos de clase media y alta —profesionales liberales y gestores de empresas— respaldaban la pertenencia a la Unión Europea, mientras que entre los parados y los trabajadores no cualificados el porcentaje se invertía.[50] El 60 % de los votantes laboristas optaron por Europa. Pero esto en realidad era una señal de que, en buena parte del país, el laborismo se había distanciado de los votantes más pobres y peor formados. Aparte de la educación, la segunda variable socioeconómica que influyó claramente en la decisión fue el efecto acumulado de la austeridad desde 2010, y ese se había notado más donde la decadencia era un fenómeno de largo plazo.[51] Pero otro factor tuvo aún más importancia que el nivel de formación o de ingresos: el autoritarismo. En la clase de mapas culturales que suelen trazar los expertos en mercadotecnia, el voto antieuropeo se hallaba muy cerca de valores como la seguridad, la defensa de la pena de muerte o la idea de que los agresores sexuales deberían ser azotados en público.[52]

Un voto contra la Unión Europea, fuera cual fuese su motivo, añadía leña al fuego del nacionalismo. Está menos claro que votar por el *brexit* fuera hacerlo en contra de la globalización, pese a que esta idea la repitieron incontables comentaristas de todo el mundo.[53] No era una idea irrazonable, si se partía de la interpretación convencional del efecto probable del *brexit*. Pero suponía comprender mal la mentalidad de los partidarios de abandonar la Unión Europea, porque estos, de hecho, imaginaban que salir de Europa era una forma de devolver a Gran Bretaña su grandeza y su libertad. En tanto que voto nacionalista contra Europa, el *brexit* no pedía que Gran Bretaña disminuyera el papel que interpretaba en el mundo; antes al contrario, exigía que el país interpretara su papel pero con independencia de Europa, no subsumido en la Unión. En palabras de la secretaria de Interior y futura primera ministra Theresa May, el 23 de junio Gran Bretaña había votado por «salir de la Unión Europea y dirigirse al mundo [...] En ese momento elegimos crear una Gran Bretaña verdaderamente global».[54] Votar por el *brexit*, en suma, representaba votar por la autonomía. O, por decirlo con menos cortesía, pero más fidelidad al espíritu del voto: optar por el aventurerismo nacional. Y ciertamente, al Reino Unido le aguardaba toda una aventura.

IV

Cuando se anunció el resultado del referéndum, la libra sufrió la mayor caída de su historia en un único día.[55] En los fondos de inversión inmobiliaria, por un momento, cundió el pánico. Si la libra se hundía, ¿terminaría con las inversiones internacionales en Londres? El viernes 24 de junio, los mercados bursátiles globales perdieron 2 billones de dólares en valor de las acciones;[56] el lunes siguiente, las pérdidas ascendieron a 3 billones. Donde los inversores habían confiado en que los tipos de interés seguirían subiendo a medida que la Fed abandonaba la expansión cuantitativa, y por lo tanto habían estado reequilibrando sus carteras con menos títulos de renta fija, de pronto el capital se centró en activos seguros como los títulos del Tesoro estadounidense, lo que impulsó el rendimiento a la baja.[57] ¿Era acaso el preludio de otro 2008?

El diagnóstico de los datos económicos era, en sí mismo, una cuestión política. Para los partidarios de la permanencia, el *brexit* representaría un desastre. Habían anunciado un escenario apocalíptico. Una vez conocido el resultado, el gobernador del Banco de Inglaterra, Mark Carney, se atuvo al guion. Se estaba padeciendo —dijo en julio a la prensa— un «trastorno económico, de estrés postraumático, en las casas y las empresas, al igual que en los mercados financieros».[58] Se preparó la reactivación de las líneas *swap*; aunque la libra se había derrumbado, la liquidez en dólares no escasearía. El 4 de agosto, Carney apretó al consejo del Banco de Inglaterra para que aprobara, como estímulo de emergencia, un paquete de adquisición de títulos. Desde la perspectiva sombría de un derrotado, como defensor de la permanencia, esto tenía pleno sentido: Carney hacía cuanto podía para prevenir lo peor. Pero llegados a ese punto, las condiciones las dictaban los partidarios del *brexit*, que se enfurecieron con Carney. Que el Banco de Inglaterra activara líneas *swap* y se apresurara a emprender otra tanda de expansión cuantitativa era poner de manifiesto una crisis que los acérrimos de la salida negaban. A su entender, en vez de calmar a los mercados, la reacción del Banco de Inglaterra era desmedida, alimentaba la incertidumbre e inducía el pánico que Remain había predicho, pero que no se había producido.[59] Para Ashoka Mody, un economista del FMI de posición poco tradicional, que había visto de cerca la crisis irlandesa de 2010, se trataba de una historia sobradamente conocida. Aunque los instrumentos de Carney eran otros —no se negaba a la expansión cuantitativa, sino que la implantaba—, era una estrategia de tensión, como la que había desarrollado el BCE durante la crisis de la zona euro. Pero si el

Banco de Inglaterra mantenía la calma y permitía que la libra oscilara lo necesario y la economía británica se reajustara, no había motivo para temer una crisis. Ruth Lea, una economista contraria a la permanencia, declaró: «Las medidas del Banco de Inglaterra del 4 de agosto han sido prematuras y podrían acabar siendo, más que innecesarias, incluso de hecho contraproducentes [...] Me habría parecido mucho mejor que se quedara callado y se limitara a esperar a que tuviéramos datos contrastados».[60] Cuando la conmoción inicial pasó, la demanda de los consumidores, lejos de hundirse, aumentó con fuerza, gracias a una oleada de créditos baratos, porque las familias intentaban adelantarse a cualquier posible subida de precios.[61] El puñado de economistas que había apoyado el *brexit* pidió a los colegas de Remain que se disculparan por haber confundido al público respecto de las consecuencias más probables.[62]

Estaban en lo cierto: no había habido una implosión. Pero tampoco había habido un *brexit*. Se comprobó que estaban delante de un proceso, no de un momento único y decisivo. Un proceso, por lo demás, incalculablemente complejo y prolongado. Los partidarios de salir de la Unión Europea habían prometido libertad y control; habían prometido un cambio de régimen. En palabras de Adam Posen, a la sazón presidente del influyente grupo de expertos del Peterson Institute, en Washington D. C., y antes del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra: «Los cambios de régimen no son neutrales. Las Constituciones reflejan los intereses de quienes dominaban en ese momento».[63] Pero ¿a quién correspondía el dominio en la Gran Bretaña posterior al *brexit*? Precisamente eso no estaba nada claro.

Resulta difícil pensar en otro momento de la historia reciente de Gran Bretaña donde el lugar del poder fuera menos evidente que después del referéndum. La coalición de la permanencia incluía a los líderes de los dos principales partidos políticos y lo que la mayoría de personas identificaría como la clase dirigente. Habían perdido una votación crucial por un corto margen y habían cedido la autoridad a sus oponentes, que pusieron de relieve que no estaban en absoluto preparados para la victoria. ¿Cuántas veces había fantaseado la izquierda con un episodio tal de desempoderamiento? Pero este no era un nuevo amanecer. Después de unas pocas semanas de caos en el campo conservador, Theresa May emergió como la nueva primera ministra. Era una elección lógica. May se había dado a conocer como una rigurosa secretaria de Interior que se esforzaba

por introducir restricciones a la inmigración.[64] Aunque en la campaña se había mostrado discretamente a favor de seguir en la Unión Europea, era una buena candidata para representar a la mayoría insular. Y afrontó los hechos. La población británica había votado a favor del *brexit*, y ella se lo daría.

Para la City y el mundo de la gran empresa británica, el voto supuso todo un golpe. Algunas voces consideraron que, precisamente por la dureza del revés sufrido, había que ir pensando en un gran reajuste. ¿Era el momento idóneo para romper con las estructuras de poder y dinero que se habían consolidado en torno de la City desde la década de 1970? Mody celebró el resultado porque había hecho añicos «el nexo de unión entre un sector financiero cada vez más extenso y una libra fuerte [...] Los únicos que verdaderamente salen perdiendo con la depreciación de la libra son los que habían pedido prestados dólares a corto plazo para invertir en activos inmobiliarios a largo plazo. Esta "élite" sigue controlando los micrófonos de la gestión política y sus palabras reverberan por toda la prensa económica».[65] Hacía tiempo que la riqueza de Londres desplazaba el resto de la economía británica; quizá ahora, con una libra devaluada, la industria nacional podría recuperar su competitividad.[66] En realidad, claro está, los principales exportadores fabriles británicos se habían mostrado netamente a favor de seguir en la Unión Europea, y no les faltaban razones. Dada la ferocidad de la competencia global, lo último que necesitaban eran varios años de incertidumbre sobre el acceso a los mercados. Grandes sectores industriales, como el del automóvil, eran de propiedad extranjera (en su mayoría, alemana y japonesa). Estos inversores quizá interpretarían el *brexit* como una señal de retirada. La devaluación de la libra tan solo suponía una ventaja marginal, porque la mayoría de las exportaciones del Reino Unido poseen una escasa elasticidad de precio, y el aumento de la competitividad lo compensaba en buena medida el incremento en el coste de los materiales importados.[67]

Que el *statu quo* había sufrido un golpe era un hecho innegable. Si con ello se daría paso, en un futuro próximo, a algo más equilibrado y más próspero, eso ya era una cuestión distinta. El mar de fondo del sentimiento contrario a la Unión Europea se había estado levantando desde hacía décadas. Pero era una política de resentimiento y protesta, que no había formulado una visión alternativa en positivo. Ahora May y sus asesores personales tenían que plantear un programa. Para el asombro de muchos,

parecía que el grupo estaba resuelto a hacer realidad un cambio radical. De la noche a la mañana, sustituyeron el programa de David Cameron, de modernización de la clase alta, por un modelo de bienestar nacional combinado con una dosis de autoritarismo blando.[68] En el congreso del Partido Conservador de octubre de 2016, May pronunció un discurso determinante: «Hoy son demasiadas las personas que, desde las posiciones de poder, se comportan como si tuvieran más en común con las élites internacionales que con los que habitan en su misma calle [...] Pero quien cree ser un ciudadano del mundo, es un ciudadano de ninguna parte y no comprende qué significa la ciudadanía».[69] May pasó por alto las medidas adoptadas por su propio partido desde 2010 y volvió a la crisis de 2008: «Tras el hundimiento financiero, quienes hicieron los mayores sacrificios no fueron los más ricos, sino las familias corrientes de clase trabajadora. Y si tú eres uno de los que ha perdido el trabajo, de los que lo ha conservado pero con menos horas, ha aceptado un recorte de salario mientras las facturas del hogar se disparaban, o alguien que se ha quedado sin trabajo o le pagan menos por la inmigración no cualificada, entonces la vida, sencillamente, no parece justa». Aunque May hablaba en tercera persona de las víctimas de 2008 y la austeridad *tory*, el momento Lehman sirvió como justificación retrospectiva para una reorientación fundamental. En adelante, ella pondría «el poder del gobierno al servicio directo de la gente corriente de clase trabajadora». Puso en la picota a los jefes que habían descuidado a sus empleados, a las empresas internacionales que eludían impuestos, a las compañías de internet que se negaban a cooperar en la lucha contra el terrorismo y a los directores corporativos que obtenían «dividendos colosales aun sabiendo que los fondos de pensiones de su empresa están a punto de quebrar». Con un lenguaje que uno esperaría más bien de Putin o un demagogo latinoamericano, amenazó: «Os lo advierto: esto no puede seguir así».[70]

El control, los límites a la inmigración y la justicia social tendrían prioridad sobre el crecimiento absoluto. No era una visión liberal. Implicaba un aparato completamente nuevo de regulación y control. Según apuntó un crítico, el empeño de May por excluir a los extranjeros de la población activa exigiría poner «en marcha un grado de interferencia gubernamental en el mercado laboral que haría sonrojarse incluso a un socialista de la vieja escuela. Margaret Thatcher se estará revolviendo en su tumba».[71] Era un precio bajo para alguien con la experiencia de May en el

Ministerio de Interior, lo que, con un eufemismo, podríamos describir como la «rama protectora» del gobierno. Pero dejaba abierta otra pregunta: ¿hasta dónde estaba dispuesta May a llegar para contener los excesos de la gran empresa? Una cosa era levantar barreras contra los trabajadores inmigrantes y los refugiados indeseados, y otra muy distinta lidiar con los grandes inversores extranjeros. Cuando Nissan amenazó con reconsiderar las inversiones en Sunderland, el «Estado muscular» se apresuró a invitar a la automovilística a Downing Street, para conversar.[72] Más adelante, el gobierno negó que hubiera prometido indemnizar a Nissan por los costes de un mal acuerdo de salida de la Unión Europea. Pero Nissan fue un primer indicio de que «recuperar el control» tal vez no sería el valeroso acto de autonomía que algunos imaginaban. Era muy posible que acabara siendo un proceso de negociación no poco oneroso ni humillante.

Y ¿qué pasaría con la City? Después del *brexit*, ¿podría seguir funcionando como el centro de contacto entre las finanzas globales y la zona euro? ¿Podría seguir siendo el núcleo principal de compensación de euros y derivados de euros? Los banqueros no cederían sin presentar batalla. La City utilizó toda su influencia para que el gobierno diera prioridad a los acuerdos de pasaporte existentes, con los cuales a los bancos que operaban en Londres se los reconocía, de hecho, como si operasen dentro de la eurozona.[73] Si no se podía lograr un pacto al respecto, un estudio encargado por la City concluía que el hundimiento de los negocios con la zona euro podría resultar en pérdidas de ingresos por un valor de entre 32.000 y 38.000 millones de libras; de puestos de trabajo, cifrados entre 65.000 y 75.000; y de la recaudación fiscal, por valor de 10.000 millones de libras anuales.[74] Se trataba, sin embargo, de la misma clase de cálculos que la campaña por la permanencia había puesto en circulación, sin gran fortuna. ¿Qué influencia tendrían ahora?

Justo después del referéndum pareció que Downing Street se prestaría a una solución acordada. Pero en enero de 2017, el estado de ánimo había cambiado. El Reino Unido hacía hincapié en su derecho a restringir la libertad de movimiento y la soberanía judicial, y esto comportaba que Londres no podía esperar concesiones de Bruselas. Ya no solo se saldría de la Unión Europea, pues, sino que se haría con plena exigencia. Discurso tras discurso, y también en conversación directa con los grandes jefes de las finanzas, May transmitió el mensaje de que habría *brexit* y sería un *brexit* «duro». Cuando Lloyd Blankfein, de Goldman Sachs, una de las empresas

que más dinero había donado para la campaña por la permanencia, preguntó a May qué prioridad daba a la City entre su lista de intereses, la primera ministra esquivó la cuestión.[75] Los banqueros comprendieron, con incredulidad, que habían dejado de ocupar el primer lugar. Los derechos de pasaporte eran ahora menos importantes que recuperar el «control» sobre los fontaneros polacos.[76]

En realidad, sin embargo, ¿quién determinaría el resultado del *brexit*? Durante el invierno de 2016-2017 empezó a calar la idea de que la libertad y el control que Gran Bretaña reclamaba para sí se aplicaba también a aquellos de los que se quería separar. Qué libertad se obtuviera, y a qué precio, dependería de la clase de convenio que la Unión Europea quisiera ofrecer, ahora que se había librado del problemático Reino Unido. Los defensores de salir de la UE insistían en que Alemania y otros países se verían obligados a ofrecer un buen acuerdo debido a sus intereses exportadores. El enorme déficit comercial británico sería su mejor carta, a la hora de negociar. Pero esta lógica simplista se ajustaba mal al funcionamiento de una organización compleja como la Unión Europea, en la que no se abordaría la cuestión del *brexit* sin toda una trama heterogénea de intereses e inquietudes.[77]

Con una rapidez considerable, y el liderazgo claro de Berlín, los Estados de la Unión Europea optaron por una posición de dureza, que hacía hincapié en que no se hablaría de acuerdos comerciales antes de fijar las condiciones del divorcio. Gran Bretaña debería comprometerse a cumplir con las obligaciones financieras adquiridas con la UE, que ascendían a decenas de miles de millones de euros. No habría acceso al mercado común sin libertad de movimiento. El mandato del Tribunal de Justicia de la Unión Europea seguiría vigente, en lo que respectara a los ciudadanos de la Unión. Cuando Gran Bretaña activara el artículo 50, que iniciaba el *brexit*, habría una cuenta atrás de dos años. Si no había acuerdo, Gran Bretaña abandonaría la UE para pasar a un limbo; incluso tendría que renegociar su posición en la Organización Mundial del Comercio. Según le explicó Juncker a May en una cena celebrada en Londres en mayo de 2017, los británicos se engañaban a sí mismos si imaginaban que el *brexit* redundaría en un «resultado positivo».[78]

Cuando Londres empezó a comprender la verdadera complejidad y dificultad de la situación, el gobierno de May tuvo una reacción típica: lanzó amenazas drásticas, burdas y contradictorias. En su discurso de

octubre de 2016 ante el congreso del Partido Conservador, May había vinculado la exigencia de soberanía con una visión de solidaridad nacional. Pero cuando las posiciones negociadoras se endurecieron, quedó claro que también existía otra posibilidad. Ante los embajadores de la Unión Europea, en una reunión organizada en la Lancaster House londinense, May aseveró que si no les ofrecían un tratado comercial aceptable, se marcharían sin acuerdo. Si la UE optaba por el «castigo», Gran Bretaña replicaría abandonando el «modelo europeo» y fijando «los impuestos más competitivos y las medidas que atrajeran a los mayores inversores y las mejores compañías del mundo». El país se reconfiguraría —según recogieron los periodistas— como «el Singapur de Occidente, por su baja presión fiscal».[79] Unos días después, el canciller Philip Hammond repitió la amenaza: personalmente, él confiaba en que el Reino Unido «[podría] continuar en la corriente principal del pensamiento social y económico europeo; pero si se nos obliga a ser algo distinto, entonces tendremos que convertirnos en algo distinto». Para recuperar competitividad Gran Bretaña quizá necesitaría reconsiderar su «modelo económico [...] Y pueden tener ustedes la seguridad de que haremos lo que tengamos que hacer».[80] La campaña por la permanencia había insistido siempre en que salir de la UE ponía en peligro la economía en su conjunto. Con las amenazas que formularon cuando se aproximaban las negociaciones con la Unión, en enero de 2017, Hammond y May reconocían de hecho la fuerza de los argumentos unionistas. En vez de domeñar el capitalismo británico, el «Estado muscular» usaría como arma de asalto la City londinense y la posición *offshore* de Gran Bretaña.

Esta clase de bravuconadas quizá contribuían a enardecer a los partidarios del *brexit*, pero dejaba perplejos a los actores serios de los negocios globales. La City no había pedido que Gran Bretaña abandonara la «corriente principal del pensamiento social y económico europeo». A los banqueros les iba más que bien, en esa corriente; de hecho no tenían poco poder, a la hora de definirla. Las propuestas que habían preocupado a los *tories* en 2011 —en particular, el impuesto sobre las transacciones financieras— se habían evaporado. Ciertamente podían surgir desafíos, desde el BCE o Francia, al respecto de los negocios denominados en euros. Pero eso debía llevar a defender el propio terreno, no a abandonar la UE. La comunidad empresarial transnacional de Londres estaba integrada al máximo nivel en la red de la Unión Europea. El presidente del BCE era uno

de los suyos.[81] En el verano de 2016, cuando Barroso, el ex presidente de la Comisión, buscó un nuevo trabajo, se constató que su concepto del «modelo europeo» pasaba por sumarse a la sede operativa de Goldman Sachs en Londres.[82] La idea de que Europa, de una forma u otra, era hostil a las empresas globales radicadas en Gran Bretaña pertenecía al reino de las fantasías del thatcherismo tardío. Por otro lado, la «libertad» del *brexit* significaba una incertidumbre radical. Ninguno de los grandes bancos estadounidenses quería ponerse a preparar planes de contingencia para sacar de Londres sus negocios en euros, pero ¿cuál era la alternativa? Aunque Londres tenía un atractivo enorme, su política nacional había dejado de responder como era debido. Los nudos subordinados de la red financiera transatlántica —París, Dublín, Fráncfort— daban señales de interés. Y si no, quizá los días del dólar deslocalizado al otro lado del Atlántico estaban contados. La City había comprendido en qué dirección soplaba el viento. Había una nueva frontera por explorar: Asia.

V

Ante el voto de los británicos a favor de abandonar la Unión Europea, esta concertó su posición con una celeridad asombrosa. La negociación de tratados complejos era el punto fuerte de Bruselas. Pero no se podía negar que se trataba de un terremoto. La UE había sufrido muchas crisis a lo largo de su historia. A Jacques Delors, el legendario padre del mercado único y el euro, le gustaba decir que «Europa avanza con la cara tapada». Pero el *brexit* coronaba una larga serie de reveses que ponían en duda esa teleología optimista. ¿Era este el «momento Lehman Brothers» de Europa, según se preguntó el ministro de Hacienda finlandés, Alex Stubb?[83] A la hora de frenar a Syriza, la gran preocupación del sector conservador del Eurogrupo había sido el contagio político. El *brexit* reavivó ese temor. En palabras de una portavoz de Moody's: «Los riesgos negativos para el crecimiento global no proceden de la posibilidad de una recesión en el Reino Unido, sino de la posibilidad de que el proceso británico incremente los riesgos políticos en otros puntos de la Unión Europea».[84] Marine Le Pen celebró que el referéndum del *brexit* había sido una «espléndida lección de democracia».[85] En los Países Bajos, el nacionalista de derechas Geert Wilders pidió un *nexit*: que su país abandonara también la Unión Europea. ¿Se extendería a toda Europa, desde Gran Bretaña, Polonia y Hungría, una

oleada de nacionalismo eurófobo? Desde el referéndum, durante casi todo un año, el peligro pareció sumamente real. Y había mucho en juego. La estabilización económica de Europa requería que el mercado de títulos conservara la calma. Según un analista: «Nada garantiza que los inversores no vuelvan a descontrolarse si en la Europa continental se perciben signos más claros de un contagio político de lo ocurrido en el Reino Unido».[86]

Se sucedieron elecciones con rapidez. En diciembre de 2016, Italia votó en contra de una enmienda constitucional, lo que provocó la dimisión del primer ministro Renzi, un socialista moderado. En Austria, la extrema derecha impugnó la validez de las elecciones presidenciales. En los Países Bajos, Geert Wilders y su partido derechista eran cada vez más populares. En Gran Bretaña, con la intención de obtener una mayoría clara a favor de la salida de la Unión Europea, Theresa May convocó unas nuevas elecciones. Pero la situación más grave se daba en Francia. A tenor de la base electoral acumulada, y del éxito del Frente en las elecciones europeas de mayo de 2014, se daba por descontado que en las presidenciales de mayo de 2017, Marine Le Pen pasaría a la ronda definitiva. La cuestión era quién se enfrentaría con ella: ¿un conservador tradicional, un modernizador centrista (en la figura de Emmanuel Macron) o el auténtico terror de la clase dirigente, el izquierdista Mélenchon? Los mercados tenían pesadillas con la posibilidad de que la presidencia se decidiera entre Le Pen y Mélenchon.[87] Por muy distantes que pudieran hallarse en muchos temas, compartían la antipatía hacia Alemania.

En la primavera de 2017, el mundo aguantó la respiración. El euro oscilaba con fuerza. Para los gestores de fondos, la incertidumbre política de Europa era todo un «riesgo de cola» que podía acarrear una catástrofe. La adquisición de títulos por parte del BCE era una fuente de estabilidad de primer orden. Por improbable que fuera el escenario, si Le Pen lograba imponerse en Francia, era difícil ver cómo incluso el programa más ambicioso del BCE habría evitado otra crisis de la deuda soberana. A la postre, el centro aguantó. En todo caso, el electorado votó en contra de la derecha populista. En Francia, Emmanuel Macron, el carismático ex ministro del gobierno de Hollande, sumó votos del centro-derecha y centro-izquierda y ganó primero las presidenciales y luego las elecciones a la Asamblea Nacional. Esto puso límites al espectro del populismo.[88] Los líderes europeos acudieron con optimismo a la reunión del Consejo de junio de 2017. La Unión Europea había sobrevivido. Había sometido a la

izquierda en Grecia y Portugal. Había contenido el auge de la derecha. Las negociaciones con Gran Bretaña serían difíciles, pero unilaterales. Europa había vuelto. En el verano de 2017, no obstante, se tuvo que enfrentar a un nuevo desafío a su identidad y su papel en los asuntos mundiales, un desafío que no procedía del interior, en esta ocasión, sino del exterior. El desafío se había anunciado un año antes, desde un campo de golf de Escocia, un día después del referéndum del *brexit*.

Aquel domingo soleado, fuera del club de golf de Turnberry Ayrshire, las cámaras enfocaban a un empresario estadounidense que peroraba con entusiasmo sobre el resultado del referéndum:[89] «Básicamente han recuperado su país», declaró ante una escéptica audiencia escocesa. Obama no tendría que haberse metido donde no le llamaban. «No es su país, no es su parte del mundo, no tendría que haberlo hecho y en realidad pienso que quizá su recomendación ha hecho que fracase.» El personaje se identificaba sin reservas con el *brexit*. «La gente quiere recuperar su país, quiere tener independencia, en cierto modo, y lo ves con Europa, por toda Europa [...] Tendréis otros muchos casos en los que la gente quiera volver a disponer de sus fronteras, quiera volver a disponer de su monetaria [*sic*], quiera volver a disponer de un montón de cosas, quiera poder tener un país otra vez [...] La gente está enfadada, la gente de todo el mundo, están enfadados [...] Están enfadados por las fronteras, están enfadados por la gente que viene a su país y se lo queda, que nadie sabe siquiera quiénes son. Están enfadados por muchas, muchas cosas.»

El personaje se expresaba mal. Estaba mal informado. No parecía darle importancia al hecho de que su público escocés hubiera votado abrumadoramente a favor de continuar en la Unión Europea. Un día después de los resultados, con la conmoción, es evidente que la UE tenía otros temas por los que preocuparse. Pero lo que llamaba la atención, lo que convertía aquellas palabras en noticiables, era el hecho de que el hombre en cuestión, probablemente, sería elegido por el Partido Republicano como el candidato a sustituir a Barack Obama en la presidencia de Estados Unidos.

Capítulo 24
TRUMP

El 21 de julio de 2016, una figura fornida atravesó un estrado que se había decorado (o eso parecía) para despertar recuerdos del Capitán América, *Ciudadano Kane* o una concentración fascista de los años treinta. El hombre al que se dirigía toda la atención estaba allí para pronunciar un discurso con el que pretendía cambiar la historia de Estados Unidos.[1] Era una denuncia enardecida de la administración de Obama. Presentaba una imagen alarmante de un país acosado por el terrorismo, la violencia y el caos. Le dijo a su público que aquella misma noche «campaban en libertad» 180.000 inmigrantes ilegales con antecedentes criminales, que aterrorizarían y asesinarían a ciudadanos inocentes. Al mismo tiempo, la vida era cada vez más dura. «Los ingresos familiares se han reducido en más de 4.000 dólares desde el año 2000. El déficit comercial de nuestras industrias ha llegado a un máximo histórico de casi 800.000 millones de dólares en un solo año. El presupuesto no va mejor. El presidente Obama ha duplicado nuestra deuda nacional [...] ¿Y eso a cambio de qué? Los puentes y las carreteras están que se caen, los aeropuertos están como los del Tercer Mundo y cuarenta y tres millones de estadounidenses dependen de los cupones para comer.» ¿Por qué iba todo tan mal? Porque hacía décadas que «la gran empresa, los medios de la élite y los grandes donantes» conspiraban para manipular el sistema. Ahora todas esas mismas fuerzas se habían alineado con su oponente: «Ella es una marioneta y ellos mueven los hilos». En este punto, la multitud reaccionó con cánticos que pedían que la metieran en la cárcel. Ante esta conspiración de la élite, el hombre del estrado prometió luchar en defensa de los «desatendidos, ignorados y abandonados [...] los obreros de las fábricas que están sin trabajo y las comunidades aplastadas por nuestros horribles e injustos tratados comerciales [...] los hombres y las mujeres olvidados de nuestro país. La gente que trabaja duro pero ha dejado de tener voz [...] La historia nos contempla —declaró— a la espera de ver si estaremos a la altura de las circunstancias, y nosotros le demostraremos al mundo entero que América [= Estados Unidos] todavía es libre, independiente y poderosa». La

respuesta del hombre a esta situación resonó con fuerza en toda la sala. Prometió una cosa: «poner a América primero. Nuestro credo será el americanismo, no el globalismo».

Si nos dijeran que se trataba de un guion sobre cómo una crisis económica y un proceso de decadencia democrática acarrearía una reacción de nacionalismo furibundo en Estados Unidos, quizá este desenlace nos habría parecido demasiado caricaturesco. Pero no era un guion. Era real o, por lo menos, «realidad». El hombre que pronunciaba el discurso era el mismo magnate inmobiliario y personalidad de la televisión que un mes antes había descendido en helicóptero sobre el campo de golf de Turnberry, en Escocia, para despacharse a gusto sobre el *brexit*. Donald Trump se presentaba a las elecciones a la presidencia de Estados Unidos, como candidato republicano, frente a Hillary Clinton. Como persona de confianza, Trump contaba con su hija Ivanka. Y si te gustaba el atuendo que vestía para la ocasión, los grandes almacenes Macy's estaban promocionando en Twitter su colección de ropa.[2]

Al día siguiente, durante una conferencia de prensa en la rosaleda de la Casa Blanca, el presidente Obama intentó restaurar la sensación de normalidad. «[E]sta idea de que el país está casi a punto de hundirse, esta visión de violencia y caos por todas partes —dijo el presidente a los periodistas—, tiene poco que ver con la experiencia de la mayoría. Confío en que, esta mañana, la gente saliera a la calle y los pájaros estuvieran cantando y el sol hubiera salido, y que, por la tarde, la gente estará mirando a sus hijos, que jugarán con sus equipos de deporte o irán a la piscina, y que la mayoría irá al trabajo y se preparará para el fin de semana. Y en particular —creo que esto es importante y que ahí hay que ser muy claro—, [creo] que algunos de los miedos que se han expresado a lo largo de la semana sencillamente no tienen nada que ver con los hechos.»[3]

En julio de 2016, la respuesta de Obama sonó, a oídos de muchos, como una dosis necesaria de sentido común. Vista en perspectiva, sin embargo, la referencia del presidente al canto de los pájaros y los niños que disfrutan del largo y cálido verano de Estados Unidos adquiere otros matices. Nos recuerda la complacencia que costó las elecciones a los demócratas. El equipo de Clinton no se tomó en serio la imagen del Estados Unidos moderno que su oponente invocaba. El 8 de noviembre, Trump impuso su realidad sobre la de los demócratas. Aunque Clinton obtuvo un porcentaje muy elevado en Nueva York y California y se impuso en la estadística del

voto popular, Trump quedó por delante en el Colegio Electoral y se convirtió en el cuadragésimo quinto presidente de Estados Unidos.

Fue el acontecimiento más desorientador que la clase política de Estados Unidos había vivido en varias generaciones. Había pasado lo impensable. La clase dirigente del Partido Demócrata confiaba en obtener un buen resultado en 2016. Ciertamente, desde 2008 las elecciones al Congreso no habían ido bien. Pero 2012 afianzó la seguridad de que la presidencia era cosa hecha.[4] Bajo su gobierno, el país había capeado la crisis. A medida que los estadounidenses volvieran a la normalidad, después de la crisis, el dominio inevitable del Partido Demócrata —que era más moderno y diverso que el Republicano— caería por su propio peso. La sociedad estadounidense tenía problemas graves, desde luego. La economía no funcionaba a la velocidad que les habría gustado. Pero cuando Clinton y la última generación de tecnócratas de su partido siguieran de nuevo con lo previsto, no habría nada que no se pudiera arreglar. Las leyes de Cuidado Asequible y de Dodd-Frank eran un aperitivo. Estados Unidos necesitaba más de lo mismo. Frente a esto, ¿qué podían ofrecer los republicanos? No solo Trump era una persona inadecuada para un cargo tan importante, sino que además su visión sombría de la crisis estadounidense tenía poco que ver con la realidad.

A la postre, resultó que la confianza de 2012 era infundada. Cuando Obama se presentó a la reelección, gozaba de una relativa popularidad, y su oponente republicano, Mitt Romney —gobernador de Massachusetts, mormón y con un historial bien conocido en el capital de riesgo— difícilmente podría haber sido menos idóneo para frenar el descontento popular. Cuatro años después, Obama no participaba en la carrera y el campo republicano no estaba nada definido. En ese contexto, la campaña de 2016 se centró —más que la de 2012— en la crisis financiera de 2008. El resultado fue explosivo e impredecible.

I

La huella más evidente de la crisis financiera de 2008 en las elecciones de 2016 fue el hecho de que Bernie Sanders compitiera con posibilidades de ser elegido como candidato demócrata. Sanders ni siquiera era miembro del partido. Se presentaba como socialdemócrata. Era un enemigo acérrimo de Wall Street, que en 2008 había votado en contra del TARP. Quería disolver

los grandes bancos. Quería encarcelar a los banqueros y volver a las regulaciones bancarias de tiempos del New Deal. Sus tropas bebían de la energía del movimiento Occupy. Era enormemente popular entre los votantes jóvenes y los independientes.[5] El hecho de que Sanders fuera un candidato viable reflejaba un dato constatado por las encuestas de opinión: entre los votantes estadounidenses de menos de treinta años, el socialismo tenía una imagen mejor que el capitalismo.[6] La cólera de 2008 no se había apagado y Sanders la avivaba. En casi todos los mítines, la muchedumbre gritaba enojada contra los rescates. Los estadounidenses de la calle aún no se habían recuperado de la recesión. En una referencia típica, en septiembre de 2015, Sanders aplaudió la decisión de la Reserva Federal de no elevar los tipos de interés: «En un momento en que el desempleo real está por encima del 10 %, tenemos que hacer todo lo posible para crear millones de trabajos bien pagados y aumentar el salario de la gente de Estados Unidos. Es hora de que la Fed actúe para reconstruir una clase media que está desapareciendo, con la misma urgencia con la que actuó hace siete años para rescatar a los bancos de Wall Street».[7]

Apelar repetidamente a la injusticia histórica de 2008 no solo atraía a la base de «los de Bernie». Además era un arma excelente para castigar a la favorita, Hillary Clinton. Clinton era un ejemplo prototípico de ese mundo. Como antigua secretaria de Estado y senadora por Nueva York, estaba irremediablemente asociada a Wall Street.[8] En la primavera de 2016, Clinton y Sanders entablaron un duelo sobre Dodd-Frank. Sanders quería volver al momento decisivo de 2009 y hacerlo bien: disolver los bancos. Clinton respondía defendiendo una aplicación rigurosa de DoddFrank. Sanders replicó preguntando si la reticencia de Clinton tenía algo que ver con los 600.000 dólares que había ingresado pronunciando discursos para Goldman Sachs. ¿La candidata tendría problema en dar a conocer esos textos?[9]

Para la izquierda, los discursos de Clinton para Goldman Sachs eran lo que los correos electrónicos sobre Libia representaban para la derecha: un signo más de que no se podía confiar en ella. ¿Cómo de estrecha era la relación de Clinton con el banco conocido en ese momento con el mote de «calamar vampiro»?[10] Hasta el *New York Times* pidió a Clinton que desvelara el texto de los discursos. Los responsables de campaña de la candidata sopesaron la cuestión y decidieron que, de hecho, no eran aptos para el consumo público; la imagen sería de un exceso de proximidad con

los bancos.[11] Lo sabemos porque, a partir de julio, cuando Clinton se acercaba a la victoria frente a los otros posibles candidatos demócratas, WikiLeaks empezó a recibir una filtración masiva de notas internas de la campaña de Clinton. Quién, de hecho, había comprometido la seguridad de la maquinaria demócrata se convirtió en objeto de una compleja disputa legal y técnica.[12] Pero en aquel momento, cundió la convicción de que había sido obra de *hackers* vinculados con Rusia.[13] ¿Acaso el enfrentamiento creciente con Putin, que había alcanzado un nuevo pico de intensidad a propósito de Ucrania y Siria, era un bumerán que ahora golpeaba a Estados Unidos, en especial a Clinton? Entre bambalinas, las agencias de espionaje nacionales se esforzaron por descubrir la magnitud de la interferencia rusa en las elecciones presidenciales estadounidenses. A partir de fuentes del interior del Kremlin llegaron necesariamente a la conclusión de que, como la hostilidad de Clinton hacia Putin era bien conocida, Moscú estaba haciendo todo lo posible para que su campaña descarrilara. Los rusos, aunque no podían cambiar el resultado, harían cuanto pudieran por socavar la legitimidad de un sistema político que ya estaba en situación de fragilidad. Moscú estaba avisando de que, si el juego era el de cambiar regímenes, bien podían jugar dos. En otoño, Obama sopesaba seriamente sus posibilidades, incluida la de aprobar sanciones que, en palabras de una fuente gubernamental anónima, podrían provocar «un cataclismo» en la economía rusa.[14] No se llegó a tanto, porque Putin se retiró. Pero ya había quedado claro que no se trataría de unas elecciones cualquiera. En el bando de los republicanos también empezaba a quedar claro hasta qué punto serían inusuales.

Mientras que la batalla interna del Partido Demócrata estaba muy definida —por la lógica de izquierda frente a derecha— y su clase dirigente seguía conservando el timón, en el campo republicano la situación era más confusa. El «Grand Old Party» estaba descontrolado. En realidad, el partido no se había recuperado nunca del naufragio de la última presidencia de Bush, el terremoto de 2008 y la movilización del Tea Party en respuesta a la crisis financiera. Las fracturas internas que habían precipitado las crisis presupuestarias de 2011 y 2013 eran más profundas que nunca. En 2013 se evitó la paralización cuando ya se avecinaba el impago, pero la derecha consideró que ya había tenido suficiente. Primero, en junio de 2014, descabalgaron al líder de la Cámara Baja, Eric Cantor, que fue derrotado en las primarias de su estado. Luego, en octubre de 2015, el desdichado John

Boehner fue expulsado de la presidencia del Congreso por una movilización de un subgrupo derechista, el Caucus de la Libertad.[15] El partido vivía una gran agitación y los candidatos preferidos por el poder establecido —figuras como Jeb Bush, que se esperaba que dominaran las primarias de la presidencia— se desvanecieron con rapidez. Pasaron al primer plano los favoritos del ala más derechista. El «dinero oscuro» de los donantes billonarios, encabezados por los hermanos Koch, se movilizó a favor de Ted Cruz, senador por Texas.[16] Pero quien sedujo a la base republicana fue Trump, que obtuvo casi la mitad del voto popular.[17]

Si Jamie Dimon bromeaba con la idea de que, para entender la ley de Dodd-Frank, se necesitarían los servicios de un abogado y un psiquiatra, para descifrar a Donald Trump bien cabría decir lo mismo. Pero los historiadores también pueden contribuir a ese fin.[18] Nacido en 1946 —el mismo año que Bill Clinton—, Trump asumiría la presidencia con setenta años, reciclando una versión rancia de un relato, el del *baby boom*, que en la década de 1990 todavía conservaba cierta frescura.[*] La actitud racial de Trump reflejaba las circunstancias de la era de los derechos civiles, el fin de la segregación y la Nueva York de los años setenta. Su sexismo y grosería se hacía eco de la escena festiva del Manhattan de los ochenta, cuando los negociantes de bonos brindaban unos por otros saludándose como «pollones marchosos». El sentimiento de crisis nacional que impulsaba su campaña no procedía tanto del pasado reciente como del primer momento en que los estadounidenses notaron que el mundo estaba cambiando a su alrededor: finales de los setenta y principios de los ochenta. La traumática derrota en la guerra de Vietnam, la crisis urbana de Estados Unidos, la fobia antijaponesa: treinta años después, Trump seguía apelando a los mismos miedos, aunque transponiéndolos a enemigos nuevos: China, el islam, los inmigrantes latinoamericanos sin papeles.

Su gran talento era ser un empresario, un experto en hacer tratos. Y como sus negocios eran inmobiliarios, Trump vivió muy de cerca el ciclo económico de Estados Unidos. Según observó ya en 1990 Hyman Minsky, el legendario analista de las crisis financieras, Donald Trump era el ejemplo perfecto de un capitalista al estilo de Ponzi, que vivía con lo justo, pidiendo prestado a la espera de que sus activos subieran de precio.[19] En consecuencia, la carrera de Trump ha estado marcada por las crisis. La recesión de los primeros años noventa le golpeó con tal dureza que estuvo a punto de perderlo todo. En 2008 su posición era menos vul-

* En Estados Unidos, la generación del *baby boom* es bastante anterior a la española: su inicio se suele situar hacia 1945 o 1946, en la inmediata posguerra. Bush hijo también nació en 1946, con lo que se habla de Trump como el tercer presidente *boomer*. (*N. del t.*)

nerable: la había diversificado y extendido a los medios de comunicación y el valor de marca. Pero su exposición inmobiliaria todavía era importante y, de hecho, estaba intentando ampliarla: en 2006 abrió un servicio de mediación hipotecaria y anunció un plan para desarrollar él mismo las operaciones de préstamo hipotecario. Por suerte para Trump, tales proyectos no despegaron. En 2008, el negocio de los casinos se torció de nuevo y acabó cerrándolo. Pero la auténtica vulnerabilidad de Trump era un colosal desarrollo urbanístico en Chicago.[20] Era un proyecto espectacular: construiría el edificio más alto de Estados Unidos, superando a la Torre Sears. Al principio las ventas habían ido bien. Pero en 2008, las ventas del complejo se pararon en seco. En otoño era evidente que tanto Trump como sus socios comerciales estaban en problemas. Desde las bancarrotas de los años noventa, Trump tenía malas relaciones con los grandes bancos estadounidenses, con lo que el proyecto de Chicago se financió principalmente a través del departamento inmobiliario de Deutsche Bank en Norteamérica. En la primera semana de noviembre de 2008, mientras Barack Obama celebraba la victoria electoral con la base de Chicago, que lo adoraba, estalló la guerra. Deutsche presentó una demanda por valor de 40 millones de dólares, de los que Trump era personalmente responsable. Trump respondió con una andanada de una asombrosa audacia legal: alegó que la mayor crisis financiera desde 1929 constituía un caso de fuerza mayor, equiparable a un desastre natural y que, por lo tanto, la viabilidad del proyecto necesitaba una prórroga. La demanda del propio Deutsche era típica de los prestamistas voraces y peligrosos que habían contribuido a que la crisis estallara. La contrademanda de Trump pedía 3.000 millones de dólares en compensación por el daño que se había causado a su reputación. Era simple esgrima legal, pero le proporcionó el tiempo que necesitaba.

Cuando se encuentra en aprietos, Trump es ante todo pragmático, y desde luego él no iba a ponerse quisquilloso ante un posible menoscabo de la economía de libre mercado. Ante la crisis de 2008, sabía que las empresas estadounidenses necesitaban toda la ayuda que pudieran reunir. Llevaba décadas sacando partido de las subvenciones de los gobiernos de Estados Unidos. Las iniciativas de Obama ya eran de su estilo. En 2009 no

tenía ningún deseo de subirse al carro de los anti-Obama: en una comparecencia en Fox News dejó perplejo al periodista al comentar, sobre una de las primeras intervenciones de Obama: «Yo creo que ha hecho un trabajo de primera [...] Es un tío potente, que sabe lo que quiere, y eso es lo que nos hace falta [...] [P]arece que por fin tenemos a alguien que sabe lo que hace, en la presidencia, y ha heredado un problema tremendo. Realmente se ha encontrado con un buen embrollo». Sobre el estímulo de Obama, Trump también fue claro: «Bueno, algo había que hacer. Y sobre si es perfecto o no, pues nada es perfecto. En todo esto se trata de probar hasta que aciertas. [...] Es muy duro, esto es muy duro. Tenemos [...] estamos teniendo el peor año, los dos peores años desde la Gran Depresión. Antes tú has hablado de los primeros ochenta. Bueno, los primeros ochenta no son nada, en comparación [...] [C]uando miras los bancos, si no se hubieran metido billones de dólares en los bancos, habríamos tenido un sistema bancario insolvente, y eso es ir de cabeza a 1929. Han hecho lo correcto».[21] Y si Trump tenía algunas reservas a la hora de dar su apoyo al rescate bancario, le parecía incuestionable que había que ayudar a Detroit: «Creo que el gobierno tiene que estar con ellos, al ciento por ciento. No podemos perder a los fabricantes de coches. Son geniales. Sus productos son una maravilla». Cuando los entrevistadores conservadores intentaron desviar a Trump hacia la causa de la reducción de impuestos, lo tenían fácil: a Trump no le gusta pagar impuestos. Pero en la materia del estímulo, se aferraba a lo dicho: «[C]rear infraestructuras, construir grandes proyectos, dar trabajo a la gente», eso era lo que había que hacer.[22]

Seis años después de que se iniciara la crisis, Trump seguía siendo un entusiasta de las presidencias activas, comprometidas, «fuertes». Lo que había cambiado era su actitud hacia Obama, que de la admiración había pasado a cuajar en una hostilidad insultante. Esto constituyó su puente hacia la derecha: no la afinidad programática o intelectual, sino el absurdo de medios sensacionalistas como el *National Enquirer* y la conspiración de los *birthers*: quienes defendían que Obama no podía ser presidente porque en realidad no había nacido en Estados Unidos. Aunque en los primeros años de su carrera televisiva Trump se había dirigido a audiencias minoritarias, ahora apostó por la carrera electoral.[23] En 2013, después de que la derrota de Romney radicalizara al ala derecha del Partido Republicano, Trump se posicionó como un portavoz aún más visceral de los contrarios a la inmigración. En 2014 había defendido la idea de levantar un «muro» y

había convertido su idea de recuperar la grandeza de Estados Unidos en un eslogan registrado (literalmente): *Make America Great Again*. El puente se erigía sobre los pilares de la xenofobia, el nacionalismo y una valoración apocalíptica de la realidad de Estados Unidos. A la derecha este eslogan le encantó, tanto por lo que reconocía con respecto al presente, como por lo que prometía en el futuro. Estados Unidos, su Estados Unidos, lo estaba pasando mal.

Si en las primarias republicanas, Trump había ganado al apostar sin ambages por el voto de los hombres blancos, a la clase dirigente del partido le preocupaba sobre todo la forma en que esto se asociaba con su llamamiento al nacionalismo económico. Desde los años ochenta, los líderes del partido se habían encadenado al mástil de la globalización. La idea del NAFTA fue lanzada por el gobierno de Reagan, Bush padre le dio forma y Clinton se limitó a darle el último empujón, en 1993. En la década de 1990, la «globalización» era un proyecto de los dos partidos, que unía a los republicanos con el sector demócrata de Rubin. Su alcance no se limitaba a los bienes y el capital, sino que se extendía igualmente a la mano de obra. Los grupos de presión inmobiliarios defendieron la reforma de la inmigración, que daría el derecho de residencia a una amplia masa laboral de trabajadores baratos indocumentados. La oposición a las regulaciones (de la clase que fueran) y la «libertad» de mano de obra, bienes y capital fueron el vínculo ideológico que reunió en un solo bloque los intereses de todas las empresas estadounidenses, desde los pequeños contratistas hasta el grupo de Davos. Había algunos sectores —quizá, antes que nada, la minería del carbón— donde esta alineación no se produjo. En industrias contaminantes como la de los combustibles fósiles, encajaban demasiado bien el rechazo al globalismo, la negativa a combatir el cambio climático y el atractivo del nacionalismo estadounidense entre los trabajadores no cualificados.[24] Pero se trató de casos excepcionales. En su conjunto, el Partido Republicano preservó una tregua frágil entre la base nacionalista y los líderes globalistas. En la década de 1990, la campaña de un nacionalista de derechas como Pat Buchanan había amenazado, por dos veces, con deshacer este frágil equilibrio. Pero lo que realmente lo reventó fue la progresiva ruptura de la coherencia del partido, después de 2008. En 2015 Trump irrumpió en escena con el apoyo declarado de la «derecha alternativa», y esto transformó el debate. Sin preocuparse por la doctrina económica, actualizó la fobia antijaponesa de los setenta y reanimó al

partido con la promesa de no dejar entrar a los «ilegales» y recuperar los puestos de trabajo de las fábricas estadounidenses. Los republicanos, en pos de su nuevo líder tribal, abandonaron en masa la libertad de comercio. El porcentaje de encuestados que consideraba que los acuerdos de libre comercio perjudicaban a Estados Unidos se disparó, pasando del 36% de 2014 a un 68 %, dos años más tarde. En ese momento, solo el 24 % de los republicanos seguía enarbolando la bandera de la libertad de comercio.[25]

La élite republicana, cuando Trump irrumpió en la carrera por la nominación, quedó muy desconcertada. «De los pilares del programa económico republicano no quedan ni las cenizas —admitió un miembro del gabinete estratégico American Enterprise Institute—; no queda nada, al menos para estas elecciones.»[26] La Cámara de Comercio de Estados Unidos no se rindió sin ofrecer batalla, y abordó a un candidato republicano con críticas en materia de comercio. Pero no sirvió de nada.[27] Trump y el programa proteccionista vencieron.

El resultado, en verano de 2016, fue una inversión llamativa. Aunque entre bambalinas la oligarquía megadonante avivaba con decisión el fuego de la derecha radical, las marcas más conocidas del mundo empresarial estadounidense ya ni querían asociarse con los republicanos. Cuando Romney venció en las primarias de 2012, los hombres de dinero habían acudido en masa al partido, prácticamente se peleaban por patrocinar la convención de los republicanos en Tampa. En 2016, en cambio, ningún gran nombre de las finanzas estadounidenses deseaba vincularse con la plataforma desde la que Trump daría su apocalíptico discurso de aceptación de la candidatura. Si bien una parte de la cúpula de Wall Street se consideraba leal al «Grand Old Party», no podían tragar a Trump ni querían correr el riesgo de insultar a sus clientes y su propia plantilla de empleados. Era una cuestión de cultura empresarial. En palabras de un experto en relaciones públicas: «Cualquier corporación se mirará esto desde el punto de vista de si quieren que sus máximos ejecutivos compartan escenario en Davos, Aspen o Sun Valley con el candidato republicano. Si la respuesta es «no», entonces no irán a Cleveland». Tiene relevancia que el asesor considerara necesario aclarar que «el riesgo de violencia en la convención [entre los partidarios de Trump y los que se manifestarían en contra] es secundario, porque dentro del perímetro no habrá problemas de seguridad». Que la atmósfera fuese de incipiente guerra civil, por lo tanto, inquietaba menos que el hecho de «si el señor Trump y las ideas que él [...] representa

son homogéneas con la marca y el plan de negocios de una compañía».[28] Nadie quería imágenes de «banderas confederadas ondeando por encima de las marcas corporativas».[29]

Por otro lado, la crisis financiera de 2008 no solo estaba en la mente de los seguidores de Sanders. En las páginas del *Washington Post*, el ex secretario del Tesoro Hank Paulson planteó la pregunta: «¿Qué habría pasado si un personaje como Trump, que tanta división genera, hubiera sido presidente durante la crisis financiera de 2008? [...] La única razón por la que evitamos otra Gran Depresión fue porque los republicanos y los demócratas se unieron para votar a favor del Programa de Rescate de Activos Problemáticos».[30] De hecho, como Paulson sabía de primera mano, no costó poco que la coalición de 2008 fraguara. La división interna del Partido Republicano estuvo a punto de hacer descarrilar el empeño del gobierno de Bush en contener la estampida bancaria global. Fueron la Casa Blanca de Bush y los congresistas demócratas —pero no los republicanos— quienes sacaron adelante las impopulares medidas de lucha contra la crisis. Entonces Paulson advirtió: «somos testigos del secuestro populista de uno de los grandes partidos políticos de Estados Unidos. El "Grand Old Party", al situar a Trump en lo alto de su candidatura, está apoyando una marca de populismo que hunde sus raíces en la ignorancia, los prejuicios, el miedo y el aislacionismo».[31] Que uno de los dos partidos políticos que gobernaban Estados Unidos descarrilara de tal modo suponía una amenaza para todo el sistema. Para Paulson, no había alternativa: invitó a sus conciudadanos a apoyar a Clinton.

Para ser justos, Trump podría haberse defendido con la hemeroteca. En 2008 había defendido el rescate con ahínco. En 2016, sin embargo, Trump no tenía ninguna intención de recordar a sus partidarios tal clase de declaraciones. El «candidato Trump» ya no era el chanchullero empedernido, típicamente neoyorquino, de 2008. Se había transformado en algo ciertamente más oscuro. El director de su campaña presidencial no era otro que Steve Bannon, el virulento empresario de Breitbart que había defendido la parálisis presupuestaria de 2013 reivindicando su propio «leninismo». Bannon no tenía problema en replicar al desafío de Paulson. Según su sombrío concepto de la historia de Estados Unidos, la mañana del 18 de septiembre de 2008 —cuando Paulson y Bernanke defendieron ante el presidente Bush que era imprescindible emprender un rescate masivo— marcó una nueva época, lo que Bannon denominaba «el cuarto punto de

inflexión», con el que se iniciaba una nueva fase de lucha apocalíptica.[32] Aquella mañana del 18 de septiembre de 2018 Estados Unidos había estado cerca de perder el alma. Para Bannon, la misión de la presidencia de Trump era recuperar el control, en manos ahora de la élite globalista. Según se afirmaba en el último y extraordinario anuncio de la campaña de Trump: «Es una estructura de poder global que es la responsable de las decisiones económicas que han robado a nuestra clase trabajadora, han desposeído a nuestro país de su riqueza y han puesto ese dinero en el bolsillo de un puñado de grandes corporaciones y entidades políticas».[33] Las imágenes que acompañaban este discurso ponían caras a esa estructura de poder global: George Soros, la presidenta de la Fed, Janet Yellen, y Lloyd Blankfein, de Goldman Sachs. Siendo Trump el empresario más rico que nunca había aspirado a presidir el país, el mensaje destacaba por su carácter antiempresarial. También era el anuncio más netamente antisemita de las campañas recientes. Estuviera uno de acuerdo con Bannon o no, era innegable que, en la década transcurrida desde el inicio de la crisis, la política estadounidense había recorrido un largo camino.

Allá por 2007, el diario zuriqués *Tages-Anzeiger* había preguntado a Alan Greenspan, como ex presidente de la Fed, a qué candidato daba su apoyo en las inminentes elecciones presidenciales. La respuesta fue singular. No importaba a quién votara, afirmó, porque «tenemos la suerte de que, gracias a la globalización, el lugar de las decisiones políticas, en Estados Unidos, lo ocupan ahora en buena medida las fuerzas de los mercados globales. Así, dejando a un lado la seguridad nacional, apenas tiene importancia quién vaya a ser el próximo presidente. El mundo está regido por las fuerzas del mercado».[34] Este era el mantra de una era de globalización sin alternativas. Por supuesto, Greenspan no tan solo estaba satisfecho con la idea de un mundo gobernado por las fuerzas del mercado; además había hecho cuanto estaba en su mano para que fuera así. Desde la presidencia de la Fed había convertido a los mercados en el árbitro último de la política económica de Estados Unidos. En los primeros años de gobierno de Bill Clinton, había ayudado a guiar a los demócratas para que formaran una nueva alianza con Wall Street, lo que contribuyó a limitar las ofertas disponibles. La globalización no era un proceso natural, opuesto a la política. Desde la década de 1940 le había ido dando forma una coalición estadounidense de políticos, élites empresariales y expertos gubernamentales como Greenspan. Las elecciones de 2016 pusieron de

manifiesto que la crisis de 2008 había sacudido los cimientos de esa coalición y el mundo que había creado. Y como aspecto verdaderamente esencial, la crisis había puesto de relieve que el concepto greenspaniano de un mundo gobernado por los mercados era del todo irreal. El imperio de las fuerzas del mercado era una condición —en el mejor de los casos— frágil. Cuando el sistema financiero se hundió, los propios mercados necesitaron ser gobernados por medio de una acción estatal de una escala gigantesca. Y ello negaba la supuesta irrelevancia de quién gobernaba y de dónde obtenía el apoyo político; las elecciones y la política de partidos sí eran importantes. De hecho, vistas las alternativas de 2016, ni siquiera Alan Greenspan se mostró indiferente. No llegó al extremo de Paulson, de atreverse a pedir el voto para Clinton. Pero sí advirtió a los periodistas que el «ambiente político y económico» era el peor de todos aquellos con los que «alguna vez he tenido alguna relación». Se mostró muy preocupado ante la temible posibilidad de que unos «locos» pudieran socavar Estados Unidos. Y frente a la confianza que había expresado diez años antes, ahora reconocía que «políticamente, no tengo ni idea de cómo hemos llegado hasta aquí».[35]

La campaña de Trump quizá pareciera una locura, pero estaba muy atenta a todo lo que pasaba. Los medios de comunicación de internet contraatacaron de inmediato. «¿A quién está llamando “loco” Greenspan?», se preguntaron los sitios web favorables a Trump, que acto seguido se volvieron en contra tanto del ex presidente de la Fed como de sus sucesores. ¿Acaso las medidas que Trump anunciaba eran «más locas que unos tipos de interés negativos? ¿Más locas que pagar a los bancos para que mantengan fondos prestables en la Fed, en cuentas de depósito estériles? ¿Más locas que obligar a la Fed a comprar billones en deuda gubernamental, remitir el pago de intereses de vuelta al Tesoro, y entonces contar eso como ingresos del presupuesto federal?».[36] Si ahora se aceptaba todo esto como si fuera una política monetaria normal, ¿acaso su candidato estaba loco por denunciar que la Fed alimentaba una «economía falsa» y un «mercado de valores artificial»? Cuando el balance contable de la Fed se había ampliado hasta los 4,4 billones de dólares, para perseguir un objetivo de pleno empleo obligados por una legislación aprobada en los días de Jimmy Carter, ¿acaso nadie podía negar seriamente que la economía estaba politizada?[37] ¿Las campañas de Trump o de Sanders eran demenciales, o se limitaban a constatar lo que debería haber sido obvio: el fiasco del proyecto de la generación de Greenspan? Se había desvelado al fin que la

globalización financiera que Greenspan y otros de ese jaez se habían esforzado tanto en institucionalizar, para que casi pareciera un proceso natural, era precisamente eso: una institución, un artefacto cuya construcción política y legal había sido deliberada, y que tenía consecuencias muy graves sobre la distribución de la riqueza y el poder.

II

Por mucho que las campañas de Trump y Sanders perturbaran el *statu quo*, en el verano de 2016 la respuesta más habitual fue desdeñarlas como un fantasma pasajero. Clinton dejaría primero a Sanders fuera de combate, luego obtendría una victoria abrumadora frente a Trump. Mientras la derecha alternativa continuaba enarbolando la bandera, los donantes republicanos desplazaron el dinero de la campaña presidencial hacia las elecciones de las Cámaras Alta Y Baja, para asegurarse de que, una vez que Hillary Clinton asumiera el poder, se enfrentara a un Congreso decididamente hostil. Solo el núcleo central de la campaña de Trump —y los espectadores de Fox News, envueltos en lo que la corriente mayoritaria denunciaba como una «realidad alternativa»— seguía creyendo en la victoria. La noche del recuento, incluso cuando los resultados se decantaban del lado de Trump, los medios de comunicación convencionales apenas podían ocultar su incredulidad y desazón.[38] A las pocas horas empezaron las recriminaciones y acusaciones. Habían sido la clase trabajadora blanca y los racistas, ellos habían apoyado a Trump en masa, y en cambio las mujeres y las minorías no habían acudido a votar a Clinton. O bien: era la interferencia de Rusia. Había una alianza global de fuerzas contra el liberalismo. El propio presidente Obama intervino para declarar que Trump, como el *brexit*, era una expresión de protesta contra la globalización.[39]

De hecho, cuando se pudo examinar con más atención los resultados se puso de relieve que los votantes de Trump tenían recursos superiores a los de un estadounidense promedio.[40] Los votantes con ingresos inferiores —en muy buena medida, pertenecientes a minorías— habían seguido votando a los demócratas. Pero un análisis minucioso de la estadística electoral sí mostró un cambio relevante entre los varones blancos sin formación universitaria: ellos sí habían pasado a votar republicano. El voto de Trump no llegó a impulsos de la miseria inmediata, sino de la angustia por el futuro; eran temores que en la población blanca se asociaban con la

hostilidad a los latinos y los negros, y entre los hombres, con una animadversión hacia las mujeres con posibilidades de medrar.[41] Trump mejoró los penosos resultados de Romney en los Estados del «Cinturón del Óxido». Los mensajes racistas y nacionalistas, más o menos sutiles, consolidaron este electorado. Incluso el tema del comercio estaba saturado de indicadores raciales.[42] En un anuncio tras otro, la cara del trabajador estadounidense desplazado por importaciones del extranjero era la de un hombre blanco y fornido, con el casco protector típico de las industrias o las obras. Y las campañas no fueron baladíes. Los republicanos concentraron el esfuerzo —con preparativos incesantes y mucho tiempo en los medios de comunicación— donde más importaba: en determinados estados del Medio Oeste del país que los demócratas consideraban suyos por derecho propio. La complacencia, la negativa a admitir que el atractivo de Trump era real, estaban muy asentadas. Los demócratas no ofrecieron nada para contrarrestar el «culto al cargamento» que Trump creaba para el sector industrial.[43] En respuesta a los llamamientos descarados de Trump al nacionalismo de los varones blancos, Clinton tan solo ofrecía una anodina conformidad con las convenciones corteses del globalismo corporativo. Sin embargo, esto no decía nada a los 7 millones de estadounidenses que habían votado por Obama y ahora preferían a Trump porque buscaban un candidato que no pareciera representar a la élite tradicional. Aunque tan solo constituían el 4 % del electorado, sus votos bastaron para entregar Míchigan, Pensilvania y Wisconsin a los republicanos, con lo que el gran porcentaje de Clinton en Nueva York y California se tornó irrelevante. Los agentes demócratas no comprendieron que la victoria no estaba cantada y dependía de qué hicieran.[44] Clinton competía para suceder a un presidente demócrata que ya había cumplido dos mandatos. El cambio era procedente. Por otro lado, la economía quizá no fuera tan desastrosamente mal como Trump sugería, pero tampoco iba para echar cohetes. Para superar estas desventajas, Clinton tenía que animar a una base demócrata poco entusiasmada. Su fracaso fue estrepitoso.

A posteriori, la conmoción por la victoria de Trump produjo un estado de confusión, aturdimiento y perplejidad que recordaba al *brexit*. Si Donald Trump había sido elegido presidente, ¿quién gobernaba Estados Unidos de hecho? Sin duda, algún sector de la clase dirigente intervendría para frenar o redirigir esta decisión popular aberrante.[45] La idea del «Estado profundo» abandonó los espacios marginales de la crítica radical y las teorías de la

conspiración y apareció también en el discurso de los medios convencionales; de hecho, influyó incluso al propio equipo de Trump, que hizo circular memorándums internos sobre los componentes de este Estado profundo con los que tendrían que lidiar primero.[46] Mientras el FBI y la CIA examinaban minuciosamente las pruebas de interferencia de Rusia, y con un Trump que aparentaba ganas de pelea, los primeros que se prepararon para defenderse fueron los aparatos de seguridad y aplicación de la ley. Pero en realidad, la clase dirigente de Estados Unidos se había alineado al completo en contra del presidente electo. En agosto de 2016, el *Wall Street Journal* contactó con todos los miembros y ex miembros vivos del Consejo de Asesores Económicos, cuarenta y cinco en total, desde la presidencia de Richard Nixon. Aunque veintitrés habían sido nombrados por el Partido Republicano, ni uno solo de ellos dio su respaldo a Trump.[47]

Trump no se arredró. Si lo habían elegido para algo, era para actuar. Esto suponía conflicto; cuanto más conflicto y más ruidoso, mejor. Estaba decidido a llevar adelante su programa de nacionalismo económico. Ni siquiera era una decisión: tampoco sabía hacer otra cosa. En diciembre de 2016 intervino para convencer a Carrier (un productor de hornos y aire acondicionado, de Indianápolis) de que mantuviera un millar de empleos en Estados Unidos. El estado de Indiana —cuyo gobernador era el vicepresidente de Trump, Mike Pence— puso sobre la mesa millones en rebajas fiscales. Los portavoces de la compañía contribuyeron anunciando que tenían confianza en Trump, que había prometido reformar la normativa tributaria para mejorar las condiciones de las empresas estadounidenses. Entonces el presidente electo tomó un avión a Indianápolis para llamar la atención sobre el primer logro de su política económica y desvelar otra de las razones que quizá habían inducido a colaborar a United Technologies, la matriz de Carrier. «Las empresas no volverán a abandonar Estados Unidos sin consecuencias —declaró Trump, en tono amenazador—. Eso no se va a repetir [...] [D]ejar el país va a ser muy, pero que muy difícil.»[48] Según tuiteó algo más tarde, aquel fin de semana: «Todo negocio que abandone nuestro país por otro país, despida a sus empleados, construya una nueva empresa o planta en otro país, y luego crea que va a vender sus productos otra vez en Estados Unidos sin consecuencias ni pérdidas, ¡SE EQUIVOCA!».

Los comentaristas convencionales se quedaron con la boca abierta. ¿El presidente electo no entendía que el éxito de las empresas estadounidenses

dependía, precisamente, de su capacidad de desplegar el capital y la mano de obra en todo el mundo? Varias voces lamentaron que su tono amenazador recordaba «más al populismo de Hugo Chávez que a lo que pudiera decir incluso Bernie Sanders. Es la clase de amenaza que hallaría su expresión en el control de las divisas, ese instrumento tan apreciado por los dictadores económicos del mundo entero».[49] Si un izquierdista hubiera emprendido esa provocación, impidiendo la intervención del Tesoro y la Fed, sin duda los mercados se habrían desplomado. Pero tras la elección de Trump no ocurrió nada parecido. Trump había planteado un desafío, pero no todos los desafiadores son iguales. Entre los votantes demócratas, el profundo pesar político se acompañaba de pesimismo económico. Pero la reacción del otro bando no fue menos notable. Los partidarios del Partido Republicano, de toda índole —desde los votantes de a pie hasta la pequeña empresa o los actores de los mercados financieros— explotaron con un nuevo optimismo.[50] Fue un tanto incómodo para los gerifaltes de Wall Street, que pensaban que el nuevo presidente era incompatible con sus «valores de marca»; pero entre las acciones que más beneficios recaudaban estaban las de los bancos. A Trump le gustaba perorar sobre la abolición de Dodd-Frank. Esa iniciativa sería positiva para los bancos, al menos a corto plazo. Las acciones de los servicios de salud también subieron, porque preveían límites para el Obamacare y su restricción de costes. También hubo un auge en el sector de las infraestructuras. Entre tanto, los títulos se vendían porque la expectativa de la *trumpflación* aumentaba las posibilidades de que la Fed elevara los tipos.[51]

Este «efecto Trump», de auge bursátil, se confirmó cuando el presidente empezó a reclutar a su equipo. Mantuvo alrededor a ideólogos y personas leales. No hizo concesiones en lo relativo a la sustancia de su orientación política, pero amplió la coalición llenando el Gabinete tanto de ricos gestores empresariales como de generales. Lo más asombroso, dada la retórica agresiva y amenazadora de su último anuncio, fue el regreso de Wall Street. Trump, al parecer, sopesó la posibilidad de nombrar como secretario del Tesoro a Jamie Dimon, de J. P. Morgan, antes de decantarse por la opción más obvia: Goldman Sachs. Tanto el número uno como el número dos del Tesoro correspondieron a personajes que habían sido ejecutivos de Goldman Sachs: Steve Mnuchin y Jim Donovan. Dina Powell, que ocupó la influyente posición de asesora en la Casa Blanca, había encabezado el departamento de filantropía del banco. El director del

Consejo Económico Nacional, Gary Cohn, había sido presidente de Goldman. A su vez, para dirigir la SEC, el equipo de Trump propuso a un socio de la principal empresa legal de Goldman, Sullivan & Cromwell. El jefe de Gabinete de la Casa Blanca mostró cierta angustia por la imagen que se daba, pero la situación se calmó cuando Donovan se retiró.[52]

Para una mentalidad política convencional, se trataba de una contradicción flagrante que daba a entender que la clase dirigente estaba recuperando el control. Pero no está claro que Trump entendiera los debates sobre programas políticos en el sentido convencional. Lo que sí comprendía —o al menos, habitaba en él— era un mundo crudo, de poder, en el que dominaba una lógica única: o intimidas tú o te intimidan a ti. En palabras de un comentarista, Trump veía el mundo como una «especie de mercado inmobiliario de Manhattan, pero a lo grande, una cruel fosa de serpientes donde los fuertes y hambrientos se comen a los débiles y blandos».[53] Desde su punto de vista, el hecho de que Trump criticara a los líderes de Wall Street y luego los contratara como subordinados no era una señal de contradicción ni subversión de los propios valores; al revés, era un signo de su triunfo. El populismo de Trump no giraba en torno de tales o cuales medidas, sino en torno de la pura realización del poder. Él, Trump, no solo era un empresario de éxito; además era famoso y atrapaba a las audiencias de la televisión. Podía desafiar al poder establecido en su campaña electoral, poner en la picota a la presidencia de la Fed, demonizar al director general de Goldman Sachs y ganar. Después de imponerse, podía sondear a Jamie Dimon, de J. P. Morgan, como candidato a la secretaría del Tesoro, y descartarlo y poner en su lugar a un ex ejecutivo de Goldman Sachs que le gustaba más. Quien podía hacer todo eso, era obvio que era el rey del lugar, y no solo eso: rey con la aclamación popular. Trump, que volvió a este relato de forma obsesiva, no necesitaba más.

La puerta giratoria que alimenta al gobierno en Estados Unidos rota regularmente entre el servicio público y el mundo corporativo. En empresas como Goldman Sachs, la rotación es de rigor para las figuras principales. No resulta fácil, para un patriota de Estados Unidos, despreciar una invitación a prestar servicio en la Casa Blanca. Pero ¿por qué —hay que preguntar— una figura de los negocios querría asociarse con ese tipo de gobierno? La respuesta es simple: la victoria de Trump lo cambiaba todo. Su personalidad cuestionable y sus propuestas estrafalarias debían

contraponerse a la cuestión política más básica de quién haría qué y para quién.

III

A la hora de gobernar no resultó fácil organizar un programa coherente a partir de una coalición tan heterogénea. Pero había una cosa sobre la que tanto el Gobierno de Trump como los congresistas republicanos podían ponerse de acuerdo: deshacer el legado de Obama. En este sentido, tras una campaña muy influida por las consecuencias de 2008, la primera fase de la administración de Trump también estuvo moldeada por el legado de 2008, pero en negativo. Los primeros doce meses de la presidencia de Trump pusieron a prueba la robustez del proyecto de construcción estatal desarrollado por los demócratas desde la crisis. ¿Hasta qué punto aguantaría el asalto combinado de la presidencia republicana y un Congreso republicano? En 2008, sopesando la herencia fiscal de la administración de Bush (hijo), Brad DeLong se había preguntado qué curso táctico y estratégico debían adoptar los demócratas, «cuando no hay ninguna garantía de que los futuros sucesores republicanos vayan a ser “normales” otra vez».[54] Nueve años después, la cuestión era más urgente que nunca. Desde 2009, los congresistas republicanos habían librado una guerra política implacable, primero contra el estímulo, luego contra la Ley de Cuidado Asequible (LCA u «Obamacare»). Por dos veces, en 2011 y 2013, habían tomado como rehén al techo de deuda. Ahora que controlaban la presidencia, además del Congreso, ¿qué harían?

El programa asistencial de Obama era el objetivo más deseado, y tendría que haber sido un blanco fácil. La Ley de Cuidado Asequible, tras el durísimo proceso de aprobación en el Congreso, en marzo de 2010, era una normativa con muchas deficiencias. Pero por muy cruda que fuera la resolución de Trump, durante el período crítico de los seis primeros meses de presidencia no pudo ni anularla ni modificarla. Se topó tanto con la complejidad inherente a la materia como con una profunda división dentro del Partido Republicano. Pero su fracaso también reflejaba otro hecho: la LCA, como cualquier otra ley económica y social de verdadera importancia, había creado su propio electorado social. Era una institución que, por muy decepcionante que hubiera resultado ser, era difícil de remover después de que entrara en vigor, porque decenas de millones de

personas habían pasado a depender de ella y cientos de miles de millones de dólares fluían por sus canales. De hecho, entre los estados que más se habían beneficiado de la ampliación de la cobertura sanitaria que acarreó el Obamacare había algunos que eran puro territorio Trump, como Kentucky y Virginia Occidental.[55] Cuando Trump asumió el poder, el apoyo a la LCA entre el grupo más importante de votantes, el de los independientes, había pasado del 36 % de 2010 al 53 %.[56] En verano, cuando los líderes de los congresistas republicanos ya estaban desesperados e hicieron un último intento de eliminar el Obamacare sin introducir ninguna alternativa, solo el 13 % de los estadounidenses estaba a favor.[57] Como era de esperar, en el propio partido hubo una cantidad suficiente de congresistas moderados que se negaron a aprobar ese paso.

Si no podían revocar el Obamacare, ni cambiarlo por otra ley, ¿qué podían hacer? En el verano de 2017 parecía que la incoherencia de los republicanos, cuando se enfrentaba a la realidad compleja de los gobiernos modernos, quizá les impediría emprender ninguna acción eficaz.[58] La lucha contra la LCA había dejado poco espacio en la agenda legislativa. El programa de infraestructuras que Trump había prometido era una quimera. De la reforma tributaria se hablaba mucho, pero no parecía que se hiciera nada. Entre tanto, no podían eludirse las cuestiones financieras básicas. El techo de deuda seguía en vigor, y cuando el Tesoro alcanzó el límite de endeudamiento, en la primavera de 2017, tuvo que recurrir a los parches de costumbre.[59] El secretario del Tesoro, Mnuchin, apeló al Congreso para que ampliara el techo, sin éxito. Durante el verano, la Cámara Baja se marchó de vacaciones sin haber votado. Entre tanto, se había elegido como nuevo director de la Oficina de Administración y Presupuesto a Mick Mulvaney, uno de los fundadores del Caucus de la Libertad, que en 2011 y 2013 había tentado a la suerte con el impago.[60] Mulvaney no quería hacer concesiones ni a los centristas ni a los demócratas. El recorte de presupuesto extremo que exigían los viejos amigos del Caucus de la Libertad no gozaba de mayoría. Para el director de presupuesto de Trump, bloquear los pagos no era la peor opción. Si Estados Unidos chocaba contra el techo de deuda y se veía obligado a priorizar entre las facturas —un impago en toda regla, salvo por el nombre—, pues que así fuera.[61] Increíblemente, el presidente parecía estar de acuerdo. En mayo de 2017, Trump tuiteó alegremente sobre un «buen bloqueo».[62]

Cuando el verano se aproximaba a su fin, parecía que los republicanos —a pesar de que controlaban tanto la Casa Blanca como el Congreso— no lograrían resolver la cuestión presupuestaria. La verdadera cuestión era si los demócratas permitirían que lanzaran a Estados Unidos por el precipicio fiscal. Cuando Obama estaba en la Casa Blanca, los demócratas habían acusado a los republicanos de no asumir la carga de gobierno que les correspondía llevar. ¿Podrían negarse a apoyar al presidente, aunque este fuera Trump? Antes de que el dilema les estallara en las manos, intervino un desastre natural. Después de que el huracán Harvey asolara una buena parte de Texas y otro huracán se estuviera adentrando en Florida, ni Trump ni los demócratas quisieron parecer inactivos.[63] En una reunión celebrada en el Despacho Oval el 6 de septiembre, el presidente dio un giro brusco. No solo plantó a los jefes de los congresistas republicanos, sino que cortó a su propio secretario del Tesoro, a media frase, para llegar a un acuerdo con los demócratas. El cambio fue tan vertiginoso que a los expertos no les quedó otra que buscar ejemplos históricos de presidentes «independientes» que se hubieran alzado por encima del sistema de partidos nacional.[64] La realidad era más espinosa. Después de que los líderes demócratas del Senado y el Congreso, Chuck Schumer y Nancy Pelosi, hubieran salvado al gobierno del bloqueo presupuestario, Trump acogió con gusto la posibilidad de vitorear a los republicanos, cuando volvieron al ataque.[65] Recortar el Obamacare quizá no fuera viable, como propuesta política, pero sin duda rebajar impuestos sí que lo sería. En las dos Cámaras, los republicanos empezaron a trabajar con ahínco en una «reforma fiscal».

La ley tributaria resultante, aprobada por las dos Cámaras en diciembre de 2017, fue sumamente controvertida. La píldora venía dorada por reducciones generales en la tributación de los ingresos personales y un descenso de las exenciones fiscales que afectaba ante todo a los contribuyentes locales de ingresos altos de estados que votaban demócrata. Pero eran medidas limitadas. A los pocos años, muchos estadounidenses de pocos ingresos pagarían más impuestos. En cambio, para los muy ricos había un beneficio más duradero: el umbral de la exención fiscal estatal se elevó hasta los 11 millones de dólares. Y lo que realmente importaba fue un recorte del 40 % en la carga fiscal de las empresas, que les permitía retener esos beneficios para el crecimiento o bien pagar dividendos a los accionistas. Ante la inmensa desigualdad en la distribución de la riqueza, y en particular en la propiedad de renta variable —el 90 % de la renta

variable corporativa está en manos del 20 % con más ingresos del país—, era obvio que quien sacaba tajada de la medida eran los ricos. Por si era poco, el Senado añadió, en materia de salud, la eliminación del fondo único obligatorio (el sistema «de pagador único»), que obligaba a todos los estadounidenses a suscribir un seguro de salud. Sin esta norma, según la mayoría de cálculos, 13 millones de estadounidenses se quedarían sin cobertura. A medida que las personas de bajo riesgo dejaran los planes de seguro, las primas de los que se quedaban se encarecerían. Todo vino a confirmar, más que de sobras, los temores de DeLong. Por su impacto redistributivo y la escala de gasto, 2017 resultaba comparable a la gran rebaja fiscal de Reagan, en 1981, y las de Bush en 2001 y 2003.[66]

Para facilitar el paso de las medidas fiscales por el Congreso, y calmar los nervios de los republicanos tributariamente conservadores, el Tesoro y los economistas republicanos de esa misma cuerda quitaron importancia a las implicaciones sobre el déficit.[67] Recurrieron a los viejos argumentos de la era de Reagan, según los cuales reducir los impuestos impulsaría el crecimiento y, por lo tanto, elevaría la recaudación gubernamental. Regresó incluso la infame «curva Laffer», que pretendía demostrar una relación positiva entre la rebaja fiscal y los ingresos gubernamentales.[68] Pero la inmensa mayoría de los economistas no se dejaba engañar. Era innegable que la rebaja fiscal incrementaría el déficit. Simpson y Bowles, que habían encabezado la comisión nacional de Obama sobre la reforma y la responsabilidad fiscal, denunciaron que el plan tributario suponía volver a la era de la «negación del déficit».[69] No había tanto negacionismo, de hecho, como un cálculo político inflexible. En realidad, no había modo de reducir la carga fiscal corporativa hasta un mero 21 % sin incurrir en déficits.[70] Pero esto no arredró a los activistas republicanos. Desde su perspectiva, cuanto mayores fueran los déficits, más urgente sería pasar a la segunda fase de su programa.[71] Con una rebaja fiscal que amenazaba con sumar 1,5 billones de dólares a la deuda nacional, sería imprescindible recortar el gasto. Medicaid se amputaría hasta el mínimo que permitiera la ley y el resto del gobierno federal quedaría igualmente en los huesos. No era la táctica republicana de los años ochenta, sino de los noventa. Los congresistas republicanos dejarían morir de hambre a la bestia.

Los liberales, como es lógico, se indignaron con la cruda injusticia de la propuesta fiscal. El relator especial de Naciones Unidas sobre la pobreza extrema, que casualmente estaba en Estados Unidos, donde visitaba los

hogares de algunos de los 40 millones de ciudadanos que vivían en condiciones de auténtica miseria, denunció que el plan tributario suponía «avanzar en hacer de Estados Unidos el campeón mundial de la desigualdad extrema».[72] Pero incluso si dejamos de lado la cuestión de la equidad, matar de hambre a la bestia, como simple estrategia fiscal, era una estrategia fallida. Históricamente, los recortes de gasto que se suponía debían seguir a las rebajas fiscales no llegaban. Era más fácil protestar contra las exenciones fiscales que lograr que se anularan. En las inversiones en bienestar, había ámbitos clave que contaban con partidarios incluso entre las filas de los republicanos. Al mismo tiempo, el proyecto republicano de aumentar el Ejército de Tierra un 10 % y la Armada hasta los 355 barcos de combate incrementaría el gasto militar —el apartado más elevado de los gastos discrecionales— en 683.000 millones de dólares, o un 12 %, durante toda una década, hasta 2027.[73] La táctica fiscal republicana no tendría como efecto principal encoger un gobierno muy desarrollado, sino probablemente seguir reduciendo la base tributaria de Estados Unidos, pese a que ya era del todo inadecuada. Después de la rebaja fiscal, el gobierno federal tan solo gastaría un 17 % del PIB, una cifra más propia de un Estado con un mercado emergente que del gobierno de una economía avanzada.[74]

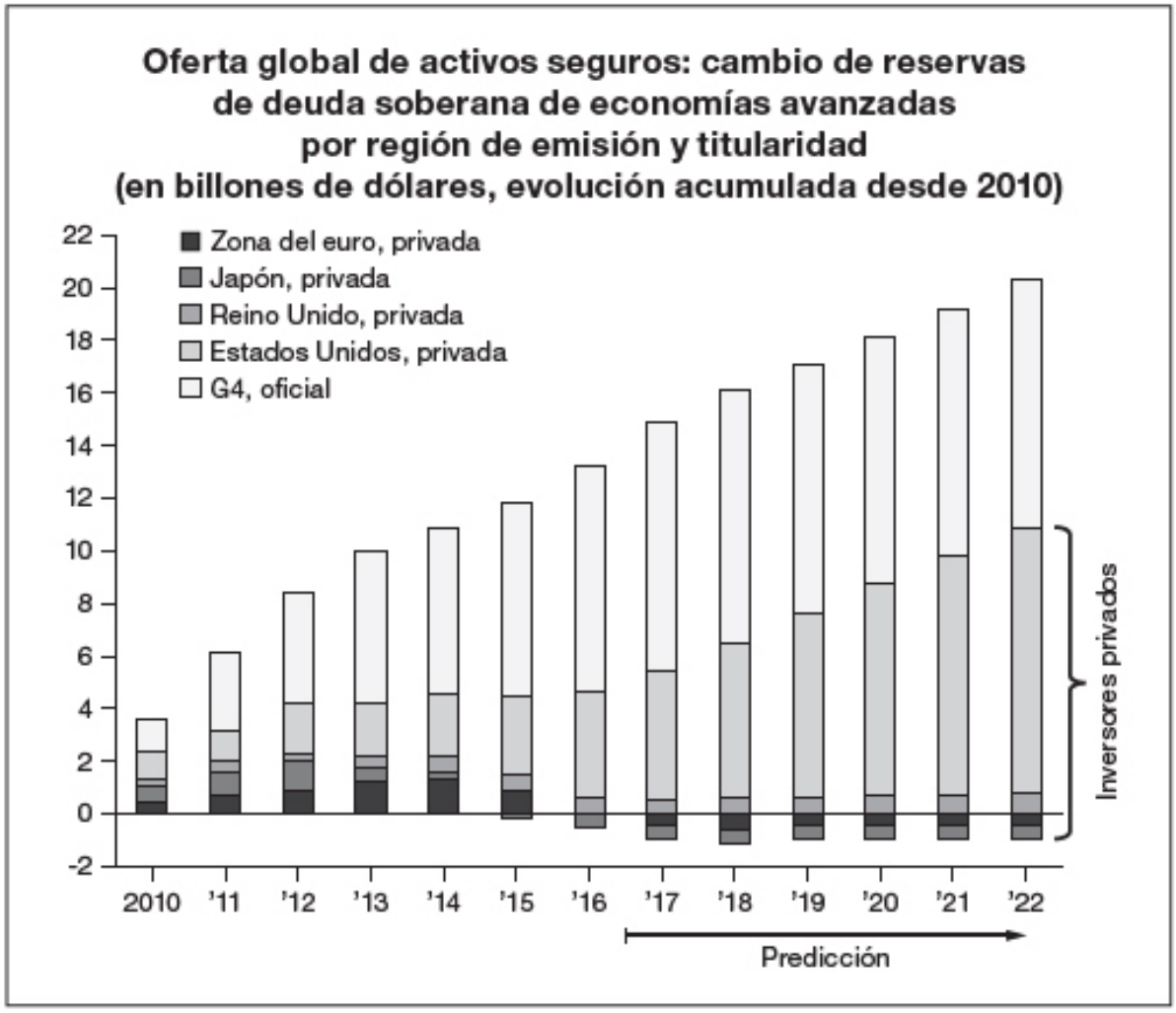
En 2009, cuando desde la Casa Blanca un demócrata pedía al Congreso que aprobara un plan de estímulo de la economía estadounidense, que se estaba sumiendo en la crisis más grave desde la década de 1930, los republicanos habían votado en contra, sin excepciones. Denunciaron que el plan de Obama, la Ley de Reinversión y Recuperación, era una demostración ruinosa de irresponsabilidad fiscal. Ahora, con el desempleo en mínimos —no se habían visto cifras tan bajas desde el auge de 2007—, pero con Trump en la Casa Blanca, se esforzaban por sacar adelante un estímulo de diez años, por valor de 1,4 billones de dólares. En su defensa quizá se podía decir que, dada la lentitud de la recuperación, y la gran cantidad de personas que se habían retirado de la población activa durante la crisis, era razonable dar un empujón a la economía.[75] Pero incluso a los que abogaban por esa aventura les resultaba difícil justificar la propuesta tributaria republicana.[76] Los más ricos de Estados Unidos no necesitaban más ventajas. La inversión era relativamente baja, desde luego, pero no porque faltaran fondos. Las corporaciones estadounidenses tenían a su alcance una liquidez de varios billones de dólares. Lo que sin lugar a dudas se echaba de menos, y desde hacía tiempo, era un programa de inversión

pública que corrigiera las vergonzosas deficiencias de las infraestructuras del país. Pero en el Congreso, la idea despertaba poco entusiasmo. Los republicanos necesitaban culminar el primer año de mandato de Trump con un subidón. Y necesitaban recompensar a sus donantes.[77] La «reforma fiscal» de 2017 cumplió con las dos cosas.

Cuando los halcones del presupuesto, dentro de los gobiernos de Clinton y Obama, se habían preocupado por los déficits, lo que tenían en mente era la confianza de los mercados. ¿Cómo reaccionarían los mercados a la última ronda de dispendios republicanos? Aumentar el déficit, a lo largo de diez años, en quizá 1,5 billones de dólares, sin duda tenía que provocar una reacción. Los mercados de títulos se habían mostrado nerviosos desde el sorprendente resultado de las elecciones.[78] Los mercados preveían que la administración de Trump emprendería un plan de infraestructuras a lo grande y añadiría más estímulos por medio de la reforma fiscal, y en consecuencia esperaban que la Fed siguiera elevando los tipos de interés. Durante el invierno de 2016-2017, esto aceleró la venta de títulos y el aumento de sus rendimientos. Con el BCE y el Banco de Japón entregados a la expansión cuantitativa, el dólar se apreció bruscamente, lo que generó cierta incertidumbre entre los endeudados en dólares de todo el mundo. Los costes de devolución de los préstamos crecían. Pero entonces, cuando se puso de manifiesto la realidad de la caótica administración de Trump, y que los congresistas republicanos no lograban abandonar su propia paralización, estalló la fiebre. A impulsos de la euforia por las tecnológicas, el mercado de valores seguía decididamente al alza. La Fed insistía en que continuaría incrementando, escalón a escalón, los tipos de interés. Pero en el mercado de títulos había pocos signos de pánico.[79] La rebaja fiscal con la que los republicanos cerraron el año se recibió con indiferencia en los mercados de bonos. En palabras de un comentarista: «Sea cual fuere la categoría que se asigne al resultado final, los economistas y el mercado de bonos están añadiendo un “menos” a esa categoría. Así que si piensas que es una “B”, el mercado cuenta con una “B negativa”».[80] Los mercados no daban indicios de entusiasmo, pero la administración de Trump tampoco tenía a *vigilantes* detrás.

Las luchas internas del Congreso, por el Obamacare y la reducción fiscal republicana, eran pura y descarnada política estadounidense. Pero un porqué de la relativa calma de los mercados cabía hallarlo en la misma serie de influencias que también habían preservado la tranquilidad frente a los

déficits de la era Bush, en los primeros años de la década de 2000: la demanda global y la oferta de activos seguros. En otoño de 2017, el FMI publicó una tabla llamativa, que mostraba la emisión de deuda desde 2010.[81] Los datos revelaron que la austeridad y la expansión cuantitativa habían conducido a una profunda reestructuración de las carteras de valores. Dadas las estrictas medidas de control presupuestario adoptadas en Europa, la compra activa de bonos por parte del BCE y la intervención todavía más resuelta del Banco de Japón, en un futuro predecible, para los inversores globales, estos no eran emisores de primera categoría, en lo que atañía a los activos seguros. Además de que el BCE estaba absorbiendo bonos de la zona euro, Alemania, la fuente principal de activos seguros de Europa, había optado por el superávit presupuestario. En una escala global, durante los cinco años siguientes, solo Estados Unidos podría ofrecer activos seguros. Así pues, pensara cada cuál lo que pensase sobre la administración de Trump, quien necesitaba aparcar una gran cantidad de fondos en deuda gubernamental segura no tenía alternativa a los bonos del Tesoro estadounidense.



Fuente: FMI, *Global Financial Stability Report*, octubre de 2017, p. 19, figura 1.13, gráfico 4.

IV

Las campañas republicanas en contra del Obamacare y a favor de una rebaja fiscal tenían una larga historia. Por el contrario, la hostilidad de Trump con Wall Street, en su campaña electoral, era más novedosa. Electoralmente tenía sentido, sin embargo. Casi una década después de la crisis financiera, los bancos seguían siendo sumamente impopulares. Una encuesta de verano de 2017 reflejaba que el 60 % de los estadounidenses seguía pensando que Wall Street era un «peligro para nuestra economía», y solo el 27 % consideraba que la regulación era excesiva o representaba «una amenaza para la innovación o el crecimiento económico». No menos del 47 % de los votantes de Trump querían «mantener o ampliar» la ley de

Dodd-Frank, frente a tan solo un 27 % que prefería anularla o atenuarla. En lo que respectaba a los servicios y productos financieros, el 87 % de los republicanos y el 90 % de los independientes eran favorables a la regulación.[82] Los grupos de presión de Wall Street quizá se lamentaban por la existencia de Dodd-Frank, pero en el interior de la administración de Obama se sabía bien que ellos eran los que habían frenado la marea popular que se alzaba contra los bancos. Trump, según se pudo comprobar, no era distinto.

Los ataques de campaña de Trump eran pura y simple política. A los capitostes de Wall Street, el candidato republicano nunca les había gustado; era obvio que preferían la marca Clinton. Pues bien, Trump les había pagado con la misma moneda y había ganado. Ahora no cabía duda de quién mandaba. Una vez en la presidencia, Trump no tuvo reparos en virar 180 grados. Era un presidente-jefe y actuaría como tal. Haría una hoguera con las regulaciones, y en particular con las de su predecesor. Al presidente le apetecía «cargarse» la Dodd-Frank. Y además le gustaba conceder favores y recibir el aplauso de quienes defendían intereses poderosos, incluidos aquellos a los que había fingido atacar. Según dijo ante una reunión de grandes ejecutivos, en abril de 2017: «A los que sean banqueros, esto les va a encantar».[83] Que los colmara de favores el mismo hombre que en campaña los había puesto en la picota podría parecer el mundo al revés. Pero los banqueros no se quejaban. Según un comentario del *Financial Times*: «Imagínense que van a las carreras, apuestan el 98 % al favorito [Clinton], que pierde en la última recta, y se marchan a casa con unas ganancias colosales».[84] En lo que respectaba a Wall Street, resultó que el juego de la política era: «cara, yo gano; cruz, tú pierdes». Ni los políticos ni Wall Street dedicaron un minuto a pensar en los votantes indignados que, con su decisión, habían situado a Trump en la Casa Blanca.

Para ayudar a cargarse Dodd-Frank no faltaron voluntarios entre los grupos de presión de los bancos y los economistas más favorables a los intereses empresariales. En la Cámara Baja, los congresistas también acogieron la idea con entusiasmo. Encabezados por Jeb Hensarling, que en 2008 ya había sido la punta de lanza de la oposición a los rescates y en ese momento presidía el Comité de Servicios Financieros, el Congreso aprobó con rapidez la Financial CHOICE Act: Ley de Elección Financiera, donde CHOICE son además las siglas de «crear esperanza y oportunidades para los inversores, consumidores y emprendedores». No era solo quitarle fuerza

a la Dodd-Frank: era puro libertarismo. Liquidaría la regla de Volcker y las pruebas de resistencia se realizarían cada dos años, no anualmente. Eliminaba la Autoridad de Liquidación Ordenada y hacía hincapié en que las entidades en bancarrota debían acudir, sencillamente, a los tribunales especializados.[85] Sorprendentemente, en nombre de la libertad de elección, la Ley CHOICE prometía deshacerse incluso de la Oficina para la Protección Financiera del Consumidor, de Elizabeth Warren.[86]

Para una administración a la que habitualmente se acusa de populista, lo llamativo es que esa clase de legislación habría resultado de una impopularidad espectacular. Al igual que la cancelación de la Ley de Cuidado Asequible, la CHOICE apenas contaba con alguna posibilidad, o quizá ninguna, de superar la posición de bloqueo que los demócratas tenían en el Senado. Como en la guerra contra el Obamacare, esta batalla se libraba mejor lejos de los focos. Aunque Dodd-Frank siguiera en vigor, era fácil atacar el régimen regulatorio. Ello se debía a que la citada ley se basaba en una concepción discrecional de la gobernanza financiera. Para gozar de la máxima libertad frente a las interferencias del Congreso, el Tesoro de Geithner había insistido en disponer del mayor margen posible en su labor reguladora. Ahora esa misma discreción podía utilizarse para modificar la esencia del régimen de supervisión bancaria sin necesidad de aprobar una legislación al respecto. El Tesoro de Mnuchin empezó a preparar una serie de informes sobre cómo abordar la regulación financiera y, con ese fin, abrió la puerta a los grupos de presión de los bancos.[87] Se ha calculado que no menos del 75 % de las recomendaciones de los banqueros se incorporaron al nuevo modelo regulador del Tesoro.[88, 89] Se puso sobre la mesa la regla de Volcker — que había requerido casi cuatro años de trabajo— y se empezó por preguntar a los bancos qué modificarían de ella.[90] En noviembre de 2017 — en lugar de eliminar la Autoridad de Liquidación Ordenada y recuperar la función de los tribunales de bancarrota, según se proponía en la Ley CHOICE—, el Tesoro decidió que prefería mantener el control sobre la liquidación de un megabanco, en caso de crisis.[91] Incluso si no había más rescates, la perspectiva de otro Lehman no era atractiva. La administración de Trump puso de manifiesto la debilidad básica del diseño regulador de Geithner: dependía de que quienes ejercían el poder tuvieran un compromiso programático con la estabilidad del sistema. Sin ello, la legislación *per se* quedaba reducida a muy poca cosa.

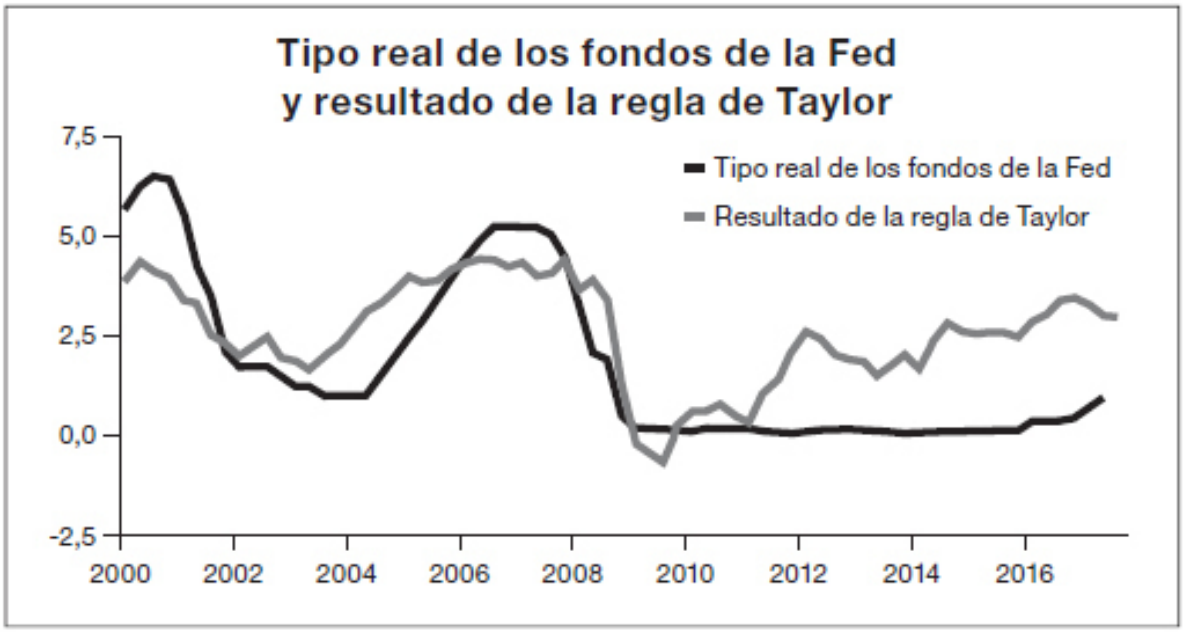
Probablemente, la sección más radical de la Ley CHOICE era la referida a la Fed. Representaba una guerra sin cuartel contra el activismo del banco central según lo practicaba Ben Bernanke. CHOICE exigía que, en el futuro, hubiera una transparencia casi absoluta en todas las reuniones de la Fed. Pedía que el FOMC estableciera una regla matemática para justificar sus decisiones con respecto al tipo de interés. A tal fin, la ley especificaba por defecto la «regla de Taylor», denominada así por John B. Taylor, de la Universidad de Stanford, un favorito de la derecha y viejo rival académico de Ben Bernanke. Esta regla especificaba que los tipos de interés debían calcularse con la suma de:

- la tasa de inflación durante los cuatro trimestres precedentes; ;
- la mitad de la diferencia entre el PIB real y un cálculo del PIB potencial; ;
- a mitad de la diferencia entre la tasa de inflación, durante los cuatro trimestres anteriores, y el 2 %; ;
- una previsión de tipo de interés real del 2 %.

Era una fórmula mecánica, que suponía ajustar al alza los tipos de interés cuando la inflación era alta y el desempleo, bajo, y a la baja en el caso inverso. Si la Fed prefería una regla distinta, la Ley CHOICE estipulaba que debía formularse expresamente de un modo parecido, en términos mecánicos, y demostrar con argumentos econométricos que su modelo era preferible al de Taylor.

Los autores de la propuesta legislativa eran plenamente conscientes de que grabar esta fórmula en la ley implicaba plantear toda una historia alternativa de la política monetaria de Estados Unidos, hasta la crisis e incluso antes. Taylor y sus discípulos culpaban del hundimiento al hecho de que, en los primeros años de la década de 2000, con Greenspan, los tipos habían sido demasiado bajos.[92] Durante la crisis, por otro lado, si se hubiera aplicado la fórmula de Taylor, los tipos habrían entrado en territorio negativo. Una aplicación estricta de la regla tayloriana, en el otoño de 2008, habría exigido situar los tipos por debajo del cero, de hecho un impuesto sobre los depósitos de ahorro. A él le parecía así de impracticable que Bernanke hubiera adoptado la expansión cuantitativa. La Ley CHOICE impediría tal clase de improvisaciones. Una vez hubiera pasado la crisis aguda, en vez de una segunda y una tercera fase de expansión cuantitativa, la fórmula de Taylor habría supuesto una subida de los tipos. Nadie se

habría preocupado por el fin del programa de adquisición de títulos, ni en el país ni en el extranjero. De hecho, no se habría prestado ninguna consideración a las condiciones de ningún otro lugar del mundo, solo a Estados Unidos, salvo que la Fed tuviera la osadía de incluir esa inquietud general y global como una variable más de su propia ecuación de los tipos de interés.



Fuente: Fed de Atlanta.

La Ley CHOICE era, antes que nada, un gesto político. La promesa de poner freno a la libre discreción de la Fed se escuchaba a gusto, en el bando republicano. Pero en cualquier caso, en la sustancia de la propuesta no había desacuerdo. Fuera con la regla de Taylor o no, se consideraba evidente que 2017 era una temporada de ajustes, de subida de tipos y de ir probando a deshacer el colosal balance acumulado durante los años de la expansión.[93] Tras poner fin a la compra de valores de la tercera fase de la expansión cuantitativa en octubre de 2014, la Fed había dado un primer paso hacia el aumento de tipos en diciembre de 2015. Luego había hecho una pausa antes de subir otro escalón en diciembre de 2015, marzo de 2017 y junio de 2017. El FOMC terminó 2017 anunciando que, en 2018, preveía tres subidas más.

Como siempre, entre el FOMC y los mercados se estaba jugando una partida sutil. Janet Yellen demostró ser magistral en este juego, pues logró

transmitir a la sociedad la idea del incremento de los tipos sin desatar el pánico. Pero nunca fue muy probable que Trump fuera a conservarla en su puesto.[94] Se habló de que el propio John B. Taylor podría ser candidato a ocupar el lugar de Yellen. A Trump le gustaba el aspecto de Kevin Warsh, un reyezuelo neoyorquino sin la cualificación necesaria, al que la Casa Blanca de Bush había desembarcado en la junta de la Fed en 2006. Pero al final optó por Jerome Powell. Fue una decisión sorprendentemente convencional. Powell era un republicano, ejecutivo de la banca de inversión, al estilo de Mitt Romney-Hank Paulson. La administración de Obama lo había tenido en buena consideración porque, dentro del Partido Republicano, había hecho campaña contra la parálisis presupuestaria de 2011.[95] En diciembre de 2011, en consecuencia, lo habían seleccionado para la junta de la Fed, donde se distinguió por su lealtad tanto a Bernanke como a Yellen. También se creía que era partidario del marco de Dodd-Frank.[96] Es probable que, desde el punto de vista de Trump, lo interesante fuera su condición personal. No era un economista de la universidad. Era un hombre de negocios, y millonario. Con un patrimonio neto valorado en más de 100 millones de dólares, Powell era, con diferencia, el presidente más rico de la Fed desde la década de 1930. A diferencia del profesor Taylor, por otro lado, a la hora de tomar medidas Powell no era doctrinario. Bajo su mando, la Casa Blanca no tendría que temer subidas innecesariamente dolorosas de los tipos de interés.

V

Organizar la nueva administración y determinar las prioridades de la política nacional eran tareas complejas y largas, para las que Trump y sus amigos estaban mal preparados. Su enfoque de las relaciones internacionales, donde la Casa Blanca y el ejecutivo gozaban de mucho más margen, fue tanto más contundente. El viernes 20 de enero de 2017, Trump tomó posesión de la presidencia y antes de cuarenta y ocho horas había anunciado su intención de renegociar el NAFTA. Un día después, el lunes 23 de enero, retiró a Estados Unidos del acuerdo transpacífico (TPP). El TTIP, objeto de años de laboriosas negociaciones con la Unión Europea, también quedó en vía muerta.

Fue una inversión espectacular de una pieza clave de la política económica exterior de los años de Obama. El TPP era la joya de la gran

estrategia de Estados Unidos en una era multipolar. Para los aliados de Estados Unidos, fue una conmoción. Comprometerse con el TPP había costado un importante capital político a muchos países asiáticos, muy en especial a Japón. Si se cancelaba la gran alianza regional, ¿dónde quedaban el pivotar hacia Asia de Obama y Clinton, y la política de contención *de facto* de China? En realidad, abandonar el TPP y el TTIP no suponía solo romper con la era de Obama, sino invertir el apoyo de Estados Unidos a la política comercial multilateral, que se remontaba hasta la década de 1940.[97] En la primera reunión del G20 a la que asistió el secretario del Tesoro Mnuchin —en Baden-Baden, en marzo de 2017— fue imposible llegar a un acuerdo, ni siquiera sobre el simple voto «de resistirse a toda forma de proteccionismo».[98] Wolfgang Schäuble lo describió sin ambages, como acostumbraba: la reunión había acabado en un «*impasse*».[99] Todo lo que Mnuchin podía ofrecer, a modo de clarificación, era que el nuevo gobierno tenía un «punto de vista distinto, en materia de comercio». Philip Hammond, el canciller de Hacienda del Reino Unido, advirtió a sus colegas que era mejor dar tiempo a la administración de Trump: «Si les exigimos que nos den ahora mismo una respuesta clara, mucho me temo que esa respuesta no nos gustará».[100]

Entre tanto, en Washington se libraba una batalla furiosa por el NAFTA. En opinión de Trump, era «uno de los peores acuerdos nunca vistos».[101] A los tres meses de presidencia, dijo ante los periodistas que «estaba listo y preparado de verdad para acabar» con él.[102] Se notaba el placer con que lo afirmaba. Bannon y el asesor económico Peter Navarro, un economista próximo al nacionalismo comercial, lo apremiaron a dejarse llevar por el instinto. Para el anuncio habían escogido un mitin previsto para el 29 de abril de 2017, para celebrar los primeros cien días de presidencia, en Harrisburg (Pensilvania). Para México y Canadá habría representado un golpe brutal. Habiendo comprendido la gravedad de la situación, corrieron a coordinar su posición. A su vez, con el deseo ferviente de evitar que se produjera una ruptura precipitada, cientos de directores de empresas hicieron presión en la Casa Blanca. Desde los propios ministerios, el secretario de Agricultura de Estados Unidos, el de Comercio y el de Estado solicitaron un aplazamiento. A la postre, el argumento decisivo parece ser que fue un mapa que mostraba cuánto «territorio Trump» se vería gravemente afectado por la retirada. ¿El presidente quería comprometer de verdad la suerte de Texas? El mapa «muestra que tengo una base muy

amplia entre los que trabajan el campo, y eso es bueno —dijo más adelante el presidente—. Trump les gusta, pero ellos me gustan a mí y yo les voy a ayudar».[103] Esto no significaba no cancelar el NAFTA. Washington lo renegociaría. Sin embargo, lo haría desde una posición de debilidad. El gobierno de Obama había pasado años regateando sobre una mejora en el acceso a los mercados agrícolas canadienses, la licencia transfronteriza de los servicios financieros y una mayor exigencia en los estándares de trabajo con México. Para tal fin no se había servido de simples amenazas, sino del atractivo de un acuerdo comercial aún mayor, el TPP, un proyecto para el que Estados Unidos había captado a México y Canadá en 2012, en la cumbre del G20 en Los Cabos. En ausencia del TPP, todas las concesiones que ya se habían acordado sobre el NAFTA pasaron a la papelera de la historia.[104] Trump tendría que renegociar desde cero y con poco que ofrecer, más allá de las amenazas.

El NAFTA, el TPP y el TTIP eran tratados regionales. El foro auténticamente global de la política comercial era la Organización Mundial del Comercio. Esta entidad era un producto original del momento de fundación del globalismo estadounidense, en la década de 1940.[105] Estados Unidos había sido, desde hacía mucho, su pilar principal. El presidente Trump no solo no asistió a la fiesta de celebración del septuagésimo aniversario de la OMC —que tuvo lugar en el edificio Ronald Reagan de Washington D. C.—, sino que envió sus peores deseos a través de Fox News. «La OMC se creó en beneficio [de] todos, salvo nosotros [...] Se han aprovechado de nuestro país de una forma increíble», dijo al canal de noticias.[106] Como representante en materia de comercio Trump nombró a un veterano en esas lides, Robert Lighthizer, que en los años ochenta había sido el responsable de forzar a los principales competidores de Estados Unidos a limitar voluntariamente sus exportaciones de acero al país. Lighthizer empezó con una andanada. Criticó a la OMC por el activismo judicial de su panel de arbitraje comercial; por plegarse a las peticiones especiales de grandes países en desarrollo como la India; por su incapacidad de abordar las áreas de sobrecapacidad industrial crónica, como el acero; y en particular por su incapacidad para responder al desafío sin precedentes que, para el liberalismo económico, representaba el ascenso del capitalismo estatal chino.[107] Desde el punto de vista de Washington, la OMC debería limitarse a proporcionar un foro para la negociación entre las principales potencias comerciales. Estados Unidos abandonaría toda contención en las

represalias contra aquellas economías que, a su entender, lo discriminaran. Pero en vez de traducir esta visión en propuestas positivas, la administración de Trump abordó la relación con la OMC con las tácticas que los republicanos habían empleado ya, con eficacia, en el Congreso. Así, Estados Unidos se negó a permitir que se nombraran nuevos árbitros para los equipos de expertos de la OMC, lo que amenazaba con vaciar la institución y convertirla en una entidad cada vez menos funcional y legítima. Si en la reunión de la OMC de diciembre de 2017 no hubo aplausos reales, la falta de avances, en cualquier ámbito de la liberalización comercial, fue muy poco prometedora.[108] Lighthizer ni siquiera se dignó a quedarse hasta el final de la cumbre.

La nueva administración estadounidense había soliviantado a las instituciones económicas globales, con una intensidad inédita desde la década de 1930. El terremoto se notó especialmente en Europa. En los primeros días, ni siquiera se tenía claro si el equipo de Trump reconocía a la Unión Europea como homólogo o si entendía que Estados Unidos ya no mantendría más relaciones comerciales bilaterales con los distintos países europeos. En una entrevista concedida pocos días antes de asumir el cargo, Trump mostró su desdén por la Unión Europea, tildándola de «instrumento de Alemania». Según fuentes internas, algunos miembros del entorno de Trump estaban llamando a los líderes europeos para determinar qué países podrían ser los «siguientes en salir».[109] La gente de Trump se había tragado las exageraciones del *brexit*. En Europa, por otro lado, se tenía miedo a la expansión del trumpismo. Londres estaba a punto de activar el artículo 50 y los procedimientos formales de salida de la UE. En las elecciones de Austria, los Países Bajos y Francia había mucho en juego. En la Casa Blanca había fuerzas que apoyaban abiertamente no ya el *brexit*, sino a Marine Le Pen y el Frente Nacional.[110]

Cuando pasó la impresión inicial, las fuerzas internacionales empezaron a concertar sus posiciones. México y Canadá colaboraron estrechamente con miras a intentar salvar el NAFTA. Los otros socios del TPP decidieron seguir adelante sin Estados Unidos. A finales de mayo, cuando Trump visitó Europa por primera vez, el espectro del «populismo» se había desvanecido. En París, el poder había quedado en manos de Macron. Cuando el presidente estadounidense se negó a subrayar en público el compromiso de su país con el artículo 5 del tratado de la OTAN y comunicó que pretendía retirarse del acuerdo de París sobre el cambio climático, a

Merkel se le acabó la paciencia. Alemania estaba inmersa en unas elecciones generales y el espectacular movimiento de la opinión pública europea contra Trump cargaba a Merkel de toda clase de razones para actuar. El 28 de mayo de 2017, un día después de que Trump se marchara, la canciller alemana, que tenía ante sí a una multitud entusiasta, en Múnich, anunció que Europa debería ajustarse a una nueva realidad.[111] Después de Trump y el *brexit*, era evidente que Europa ya no podía fiarse del todo de los que habían sido aliados durante mucho tiempo: Estados Unidos y Gran Bretaña. «Los días en los que podemos contar plenamente con los demás se han terminado, en cierta forma, según he podido comprobar estos últimos días. Los europeos realmente tenemos que tomar nuestro destino en nuestras propias manos. Por descontado que es necesario tener relaciones de amistad con Estados Unidos y el Reino Unido y otros vecinos, Rusia incluida. Pero tenemos que luchar nosotros mismos por nuestro futuro.»[112]

Sin duda, se trató de un momento crucial. Según tuiteó el estadounidense Richard Haass, presidente del Consejo de Relaciones Exteriores (CFR, por sus siglas en inglés): «Que Merkel diga que Europa no puede confiar en los demás y tiene que asumir su propia responsabilidad es un hito, un hito que Estados Unidos intentaba evitar desde la [segunda guerra mundial]».[113] Pero en la práctica, esto ¿qué suponía? El proceso de consolidación de la propia Europa, en la estela de la crisis, parecía estancado. El presidente Macron, desde Francia, planteó una visión atrevida del futuro de Europa, en un discurso importante, en la Sorbona.[114] Pero ¿a quién se dirigía? Después de las elecciones alemanas de septiembre de 2017, que no fueron concluyentes, en Berlín solo había un gobierno de transición. Italia se tambaleaba por el peso de años de recesión. El intento de independencia de Cataluña había sumido a España en el caos. Por otro lado, cualquier movimiento que aumentara la integración y autodeterminación continental estaba abocado a topar con resistencia. Gran Bretaña se marchaba, pero no así los europeos del Este, que eran difíciles. En julio de 2017, en su segundo viaje a Europa, para la reunión del G20 en Hamburgo, Trump insistió en detenerse en Polonia. Frente a una muchedumbre de partidarios del gobierno de Ley y Justicia, Trump encontró a un público europeo que lo adoraba. Las banderas ondeaban mientras proclamaba el compromiso de Estados Unidos con la OTAN como bastión de la civilización y de aquellas personas que en Occidente «aún levantan la voz diciendo: “Queremos a Dios”».[115] Trump había pasado del

«América primero» a un «choque de civilizaciones», pero ni lo uno ni lo otro iba a caer bien entre la congregación multicultural que aguardaba a Estados Unidos en la reunión del G20. Como había señalado Hammond, el ministro de Hacienda británico, a veces era mejor no empujar a la administración de Trump a aclarar su posición como fuera; había razones para temer que a uno no le gustaría la respuesta.

Claramente, la visión de Merkel sobre una Europa unida que batallaba por su propio futuro se enfrentaría a serias divisiones internas. Además, el ascenso del nacionalismo europeo de derechas no era el único punto de diferencia. El proteccionismo de Trump no se dirigía solo contra los competidores asiáticos, sino que también tenía Alemania en el punto de mira. Como siempre, el ministro de Hacienda Schäuble respondió con rapidez: no pensaba aceptar más críticas de Trump y Mnuchin que las que le habían planteado Obama, Geithner, el FMI o los demás europeos.[116] Desde la perspectiva alemana, el superávit comercial era, antes que nada, una recompensa a la competitividad exportadora. Pero la clase de déficit gigantesco de Estados Unidos apuntaba también a desequilibrios macroeconómicos más profundos. Como era de esperar, si Alemania tenía superávit presupuestario, y el Gobierno de Estados Unidos, un déficit importante y creciente, habrían diferencias en sus cuentas comerciales. Este era el repertorio de argumentos típico del comercio transatlántico. Pero en esta ocasión, Schäuble añadió una vuelta de tuerca. Era cierto —admitió— que las exportaciones alemanas disfrutaban de una ventaja competitiva: el euro estaba infravalorado. Pero no era Alemania quien determinaba los tipos de interés o el valor del euro; era el BCE. Para espanto de los ahorradores alemanes, la expansión cuantitativa de Draghi estaba empujando el rendimiento de los bonos al terreno negativo y reducía el valor del euro. En una visita a Washington, en abril de 2017, Schäuble dijo a su audiencia estadounidense que ya había advertido a Draghi de que la política monetaria expansiva del BCE tendía a inflar el superávit comercial de Alemania.[117] Era predecible que eso estuviera causando tensiones con Estados Unidos. El BCE se mantuvo en su posición y el FMI apoyó la continuidad de la expansión cuantitativa en Europa. Pero Schäuble ya había anunciado de qué forma los ataques de Trump se podían instrumentalizar en la argumentación de largo plazo sobre la política económica de la zona euro. El furor en torno de Trump no debería hacernos olvidar que, en los

años «buenos», con Obama, europeos y estadounidenses habían discutido agriamente sobre política económica.

La tardía expansión monetaria del BCE, en coincidencia con los ajustes de la Fed, representó una fuente directa de desequilibrio transatlántico y trajo a la memoria la falta de armonía, en materia de política monetaria, que había marcado la economía mundial desde el principio de la crisis; una falta de armonía a la que, desde Alemania, las voces conservadoras habían contribuido tanto como el que más.[118] A su vez, los superávits crónicos de Alemania, los Países Bajos y China no eran el fruto de la imaginación de Trump, sino que apuntaban a desequilibrios reales y persistentes de la economía mundial. En la política comercial global, como en tantas otras áreas, los escándalos provocados por la torpe beligerancia de la administración de Trump oscurecían con demasiada facilidad la realidad de los problemas que se denunciaban. En el G20, la atmósfera fue de autocomplacencia. La OMC se felicitaba por haber pilotado la economía mundial, hasta que salió de la crisis financiera de 2008, mucho mejor de lo que se hizo durante la Gran Depresión de la década de 1930. No había habido un impulso catastrófico hacia el proteccionismo y la elevación de los aranceles.[119] No se había vuelto a una ley proteccionista como la de Smoot-Hawley, de 1930. El sistema de gobernanza global del siglo XXI quizá no fuera popular, pero había funcionado; o así se decía, al menos. Diez años después de la crisis, por lo tanto, se consideraba que recaer en un nacionalismo económico encrespado era el *summum* de la irresponsabilidad populista. Para los defensores del *statu quo*, Trump era un enemigo de fácil caricaturización, contra el que reafirmar la panacea del liberalismo. Pero esto desviaba la atención de una realidad más compleja y ambigua. La idea de que Trump constituía una ruptura repentina y traumática frente al dominio del relato del éxito del liberalismo se basa en una visión demasiado optimista del contexto global. Esto se aplica por igual al comercio que a la política monetaria. De hecho, el último gran intento de negociar un tratado comercial global, la ronda de Doha, había concluido de forma abrupta en el verano de 2008. El comercio mundial se había recuperado del desastre de 2008-2009, pero desde 2010, el volumen de los intercambios se había estancado, y en 2015 había menguado.[120] Esto se debía, en parte, al ciclo económico. La agitación derivada del fin del programa de adquisición de títulos, de la Fed, unida al revés en los precios de los productos básicos, había hecho tambalearse a los mercados emergentes. Pero también reflejaba

una oleada de medidas proteccionistas, adoptadas por países de todo el mundo, que no se concentraban en los aranceles sino en una variedad de barreras distintas.[121] Nadie imaginaba que las ideas personales de Trump reflejaban un conocimiento misterioso de nuevos tipos de proteccionismo; estaba regurgitando opiniones formadas por vez primera en las décadas de 1970 y 1980. Pero si el equipo de expertos que rodeaba a Lighthizer buscaba munición para demostrar que las exportaciones estadounidenses estaban discriminadas, la tenía a mano. Por medio de las exenciones fiscales, los subsidios y los sistemas de créditos para la exportación —por no hablar aquí del capitalismo estatal chino— el comercio mundial dependía cada vez más no solo de las cadenas de valor corporativo, sino también de la intervención estatal. Buena parte del colosal déficit comercial de Estados Unidos no se explicaba solamente por la discriminación comercial de China; también se debía a una pérdida de beneficios de la exportación que se desviaban por paraísos fiscales *offshore*, situados no solo en el Caribe, sino también en la Unión Europea.[122] A este respecto, la idea de que la globalización era un proceso natural e inevitable —algo que en otro momento se había dado por sentado— estaba perdiendo su poder de convicción. Los halcones del comercio que representaban a Trump no abogaban por volver a los años treinta, pero tampoco estaban dispuestos a continuar con la ficción de que el triunfalismo ingenuo de 1989, que se apresuró a dar por hecha la victoria del capitalismo democrático, «sencillamente [tenía] que ver con los hechos». Según la sombría predicción de la estrategia de seguridad nacional que se dio a conocer en diciembre de 2017: «Ningún “arco de la historia” garantiza que el sistema de libertad económica y política de Estados Unidos vaya a imponerse automáticamente».[123]

VI

Esta clase de referencias, desde luego, pretendía sugerir un profundo conocimiento de la realidad. Pero de hecho era menos sintomática de una visión del mundo novedosa y coherente o atrevida, que del estado de ánimo de Washington, no poco desesperado. Resultaba especialmente ridícula en boca de una administración cuyos partidarios, desde el Congreso, habían intentado sabotear repetidamente las medidas de lucha contra la crisis, en nombre de unos supuestos valores estadounidenses de origen divino; unos

congresistas que ahora exigían que la Fed garantizase lo mejor de todos los mundos posibles rigiendo sus medidas por una regla automática, no discrecional. El «arco de la historia» que los halcones trumpianos de la seguridad habían rechazado sonoramente, claro está, lo había invocado antes el presidente Obama.[124] Pero con esa metáfora no había hecho alusión a ninguna filosofía de la historia de carácter determinista y neoconservador, sino a la voz profética de una de las mayores luchas de Estados Unidos por la libertad. No había ninguna determinación. La cuestión era cómo derrotar el proceso implícito en ese arco. Incluso si uno aceptaba alguna versión del relato que, sobre la economía mundial, ofrecía el bando de Trump, la cuestión era cómo responder. ¿El «America first», anteponer Estados Unidos a todo, era una solución adecuada, incluso para el propio Estados Unidos? Se responda como se responda a esa pregunta, la realidad era que el resto del mundo debía lidiar con el hecho de que el electorado estadounidense había confiado el poder a un nacionalista narcisista y errático, que ya no se comprometía con sostener ningún orden internacional, salvo que este se relacionara de forma directa e inmediata con los intereses nacionales de su país (independientemente de cómo se definan). Dadas las dimensiones y el alcance del Estado nación y la economía de Estados Unidos, esto tenía consecuencias globales de un enorme calado.

En 2008, Estados Unidos había estado en el epicentro de la crisis. Tanto las administraciones de Bush como de Obama habían tenido que enfrentarse al hecho de que el funcionamiento del sistema financiero global no tenía nada, o casi nada, de automático. Así, se habían requerido esfuerzos sin precedentes, encabezados por Estados Unidos y el resto del G20, para estabilizar tanto la economía mundial como el «sistema de libertad económica y política de Estados Unidos». En 2017, la potencia norteamericana volvía a hallarse en el centro de la inquietud mundial, pero en esta ocasión la clave era la incertidumbre que emanaba de su nuevo gobierno, por su carácter errático.[125] Y una vez enmarcada de este modo, la pregunta que Paulson había planteado en verano de 2016 resultaba ineludible. ¿Cómo le podían ir las cosas a Estados Unidos, en una futura crisis financiera, con el presidente Trump? ¿Sería capaz de concertar una respuesta? Si el tira y afloja por el techo de deuda de 2017 podía servir de referencia, todo volvería a reducirse a un pacto entre los congresistas demócratas y los centristas republicanos más pragmáticos.

Por descontado, sobre el futuro podemos saber muy poco. Así pues, ¿qué lecciones podemos extraer del pasado? Si alguna cuestión pudiera arrojar luz sobre nuestra perspectiva futura, no es tanto cómo Trump podría haber actuado en 2008, o cómo calculamos que actuaría ante una contingencia futura, sino por qué en 2017, cuando asumió el poder, no tuvo que hacer frente a una implosión económica global. Puede parecer una pregunta perversa. En 2017, el crecimiento económico en Estados Unidos era constante. El desempleo había vuelto a bajar a niveles anteriores a la crisis. Los mercados estaban en expansión. En Europa la economía por fin se recuperaba. No se preveía ninguna crisis inmediata. La auténtica fuerza de la pregunta se comprende, en suma, cuando dirigimos la atención no hacia Estados Unidos y Europa, el viejo núcleo de la globalización transatlántica, sino a China y los mercados emergentes, donde se iba a decidir el futuro de la economía mundial. Allí, en los años previos a 2017 había habido de todo, menos calma.

Capítulo 25
EL MUNDO QUE VIENE

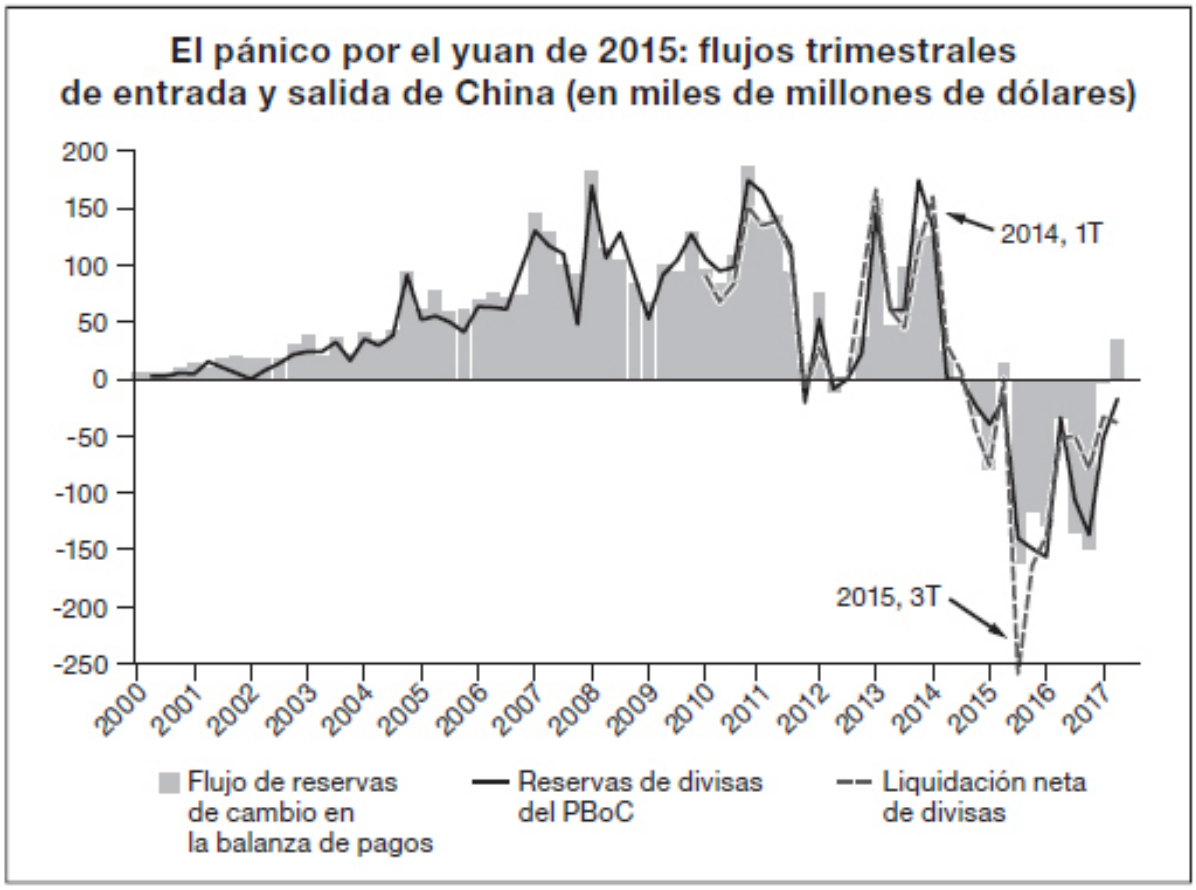
El 17 de enero de 2017, cuando el Foro Económico Mundial se reunió en Davos para analizar las consecuencias del *brexit* y de Trump, el presidente de China Xi Jinping subió a la tribuna para abrir la sesión plenaria. Desde numerosos ámbitos se consideró que su discurso anunciaba el nuevo papel de China como «pilar de la globalización».[1] Ocho años antes, el gobernador del Banco Popular de China (PBoC) había saltado a los titulares del mundo entero al plantear un nuevo Bretton Woods. Aquella intervención sirvió para poner sobre la mesa la voluntad china de ocupar una posición destacada en la gobernanza económica global. En 2017, Xi ya no necesitaba derribar puertas. Le bastaba con repetir los tópicos más trillados de lo que antaño había sido el consenso global, reforzándolos con una dosis vigorizante de materialismo histórico, unos pocos proverbios antiguos y la tranquilizadora recitación del impresionante récord de crecimiento de China.[2] Era exactamente el mensaje que deseaban escuchar en Davos los grandes ejecutivos, inversores y expertos en gestión política, y Xi era la persona idónea para transmitirlo. A diferencia de Trump, Xi era una persona claramente refinada. Es cierto que encabezaba un partido comunista, pero como «heredero» tenía el aire de alguien nacido para el poder. A diferencia a su vez de Angela Merkel, Xi no tenía que convencer a nadie de su capacidad y voluntad de actuar en una escala coherente con el lugar de China en los asuntos globales. Su autoridad evidente demostraba que China no solo había pasado a ser una de las principales economías del mundo, sino una superpotencia. En todo el mundo, y en particular en Europa, muchos consideraban ya que China era la gran superpotencia económica. En aquel ambiente de transición histórica, la memoria era débil. Se olvidó con facilidad que en la misma Davos, tan solo un año antes, no se hablaba de la hegemonía de China, sino de que su economía iba a provocar un desastre global.

Las economías de los mercados emergentes se hallaban en dificultades desde que, en 2013, la Reserva Federal anunció que reduciría su programa de adquisición de títulos. Dos de las economías que más habían levantado el vuelo en el nuevo milenio, Brasil y Suráfrica, habían sufrido un aterrizaje de emergencia. El hundimiento del precio de los productos básicos, en el otoño de 2014, asestó un duro golpe a los exportadores de petróleo, gas, hierro y otras materias primas. Rusia y buena parte del Asia central sobrevivían a duras penas por el impacto de las sanciones y la crisis de Ucrania. Dado que ni en Europa ni en Estados Unidos se crecía con decisión, la única fuerza que sostenía la economía mundial era el desarrollo incesante de China. Pero en 2015, de pronto, incluso esto parecía dudoso.

El 12 de junio de 2015, mientras Occidente estaba centrado en los acontecimientos de Grecia y Ucrania, el mercado bursátil chino empezó a caer. Desde un máximo de 5.166 puntos, en tres semanas, el Índice Compuesto de Shanghái perdió un 30 %. El «equipo nacional» de inversores —compañías y fondos dirigidos por el Estado— bombeó millones de yuanes en el mercado y los precios de los activos se estabilizaron provisionalmente. Pero a mediados de agosto se impuso el temor a una devaluación del yuan, el mercado cayó de nuevo y, en septiembre, alcanzó un nuevo mínimo de apenas 3.000 puntos. El gobierno intervino y logró elevar ese nivel de forma temporal. Pero el 4 de enero de 2016 se reanudó el derrumbe. En febrero, nuevas oleadas de venta redujeron el índice hasta los 2.737 puntos, poco más de la mitad del nivel de seis meses atrás.

Para el régimen fue una situación muy comprometida. En 2013 Xi había lanzado su nuevo gobierno bajo la promesa de un «Sueño Chino». Las fuentes propagandísticas del partido habían cometido la imprudencia de relacionar directamente ese sueño con la suerte de los mercados bursátiles.[3] Cientos de millones de chinos habían confiado sus ahorros a ese mercado. Al mismo tiempo que el gobierno se preparaba para celebrar por todo lo alto el aniversario de la victoria frente a Japón, en 1945, esas inversiones se hundían. El 3 de septiembre, el desfile del Día de la Victoria debía ser un acto monumental, que cumpliera con el conjuro «No olviden jamás la humillación nacional» y respondiera celebrando la victoria. Putin era el invitado de honor. Resultaba apropiado que, a la vez, el yuan estuviera incrementando su reconocimiento como divisa internacional. En el otoño de 2015, el FMI estaba a punto de incluir la moneda china en su reserva de

referencia, el DEG. Para que el yuan se incluyera en la cesta del Fondo, Pekín debía permitir que el yuan se moviera con más libertad. Durante varias décadas, el yuan se había movido en un solo sentido. El dólar estaba sobrevalorado y, contra eso, el yuan solo podía aumentar su valor. Pero cuando, en los primeros días de agosto de 2015, Pekín liberalizó la compraventa de divisas, el yuan sufrió una caída inmediata. Era evidente que algo estaba saliendo mal y, a diferencia de 2008, en esta ocasión la fuente del problema se hallaba dentro de la propia China. Durante varios años de crecimiento explosivo, sobrealimentado desde 2008 por un auge descomunal del crédito, la industria pesada china había acumulado una enorme sobrecapacidad. El sector inmobiliario estaba sobrecargado por el exceso de construcción. La bolsa se había inflado por efecto de una «exuberancia irracional» y una peligrosa oleada de operaciones de financiación de las garantías. En China, el sector bancario paralelo estaba claramente hinchado, lo que, por desgracia, recordaba mucho lo que había estallado en Europa y Estados Unidos en 2007-2008.[4] Pero lo que más inquietaba a los observadores que estudiaban el escenario chino era la enorme avalancha de dinero que salía del país, a un ritmo de cientos de miles de millones de dólares al mes, buscando otros puertos seguros.[5] ¿Sabían algo que el resto del mundo no sabía?



Fuente: Brad Setser, «Asia Is Adding to Its FX Reserves in 2017 (China Included?)», *Follow the Money* (blog), 21 de agosto de 2017, https://www.cfr.org/blog/asia-adding-its-fx-reserves2017-china-included

Durante veinte años, el yuan había estado infravalorado, de forma constante, en los asuntos económicos internacionales. Ahora parecía que la situación se había invertido. ¿China estaba a punto de sumarse a los mercados emergentes cuyo auge había terminado mal y, por su magnitud, iba a provocar el estallido más colosal que se hubiera dado nunca en esos mercados? La idea era espeluznante y daba que pensar. Un país con un balance comercial tan potente y unas reservas descomunales, ¿cómo podía estar cayendo hacia una crisis monetaria? La posibilidad era inquietante, porque recordaba a 2008, cuando campeones de la exportación como Corea del Sur y Rusia habían visto a sus bancos en problemas, con una necesidad desesperada de financiación en dólares. La globalización funcionaba a través de canales distintos en niveles distintos. El canal comercial visible en el que países como Corea del Sur y China tenían una posición tan dominante era solo uno de los canales, y no el más decisivo para una crisis

financiera. Una economía con un poderoso superávit comercial, amplias reservas de divisas extranjeras y una moneda al alza también podía tener bancos, empresas y ciudadanos que acumulaban deudas en moneda extranjera. En 2008, la necesidad de financiarse en dólares había sido el denominador común de los bancos surcoreanos, rusos y europeos. Había hecho que fueran demasiado vulnerables a novedades en los diferenciales de los tipos de interés o en los movimientos del tipo de cambio. Su vulnerabilidad no radicaba en el balance comercial, sino en los balances contables corporativos. En 2008 China todavía no se había incorporado plenamente a esta lógica. Su globalización seguía siendo «clásica»: estaba dominada por su cuenta comercial. Precisamente este rasgo familiar del desarrollo chino, y su paralelo en los «déficits gemelos» de Estados Unidos, había distraído a los analistas occidentales de las enormes tensiones monetarias que se estaban formando en los balances financieros del Atlántico Norte. Pero desde 2008, como China había continuado con su modernización vertiginosa, también había reforzado su integración financiera.

La lógica comercial que impulsaba la integración financiera de China era irresistible. Los negocios chinos invertían más de lo que nunca habían invertido. En China, los tipos de interés eran bajos; pero gracias a la expansión cuantitativa de Bernanke, en el mundo de los dólares eran aún más bajos. El yuan solía moverse al alza. Si sumamos los dos factores, tenemos los ingredientes para un «acarreo» provechoso: se piden préstamos en dólares, se invierte en yuanes, se devuelve el préstamo en dólares con los beneficios de una economía china floreciente, con un tipo de cambio del yuan al alza.[6] Como las regulaciones cambiarias de China dificultaban importar directamente dólares de Estados Unidos, se añadieron uno o dos pasos adicionales: endeudarse en dólares; comprar productos básicos; usar los recibos de compra como garantía subsidiaria para endeudarse en yuanes; invertir los yuanes en China. Se podían obtener beneficios de tres maneras: por el diferencial entre los rendimientos chinos y los costes de financiación en dólares; por la depreciación del dólar frente al yuan; y por el incremento probable del valor de los productos básicos, empujado al alza por la expansión de la demanda china.

Según cálculos del BIS (por sus siglas en inglés), a finales de 2014, mientras las reservas oficiales de China ascendían a un máximo de 4 billones de dólares, las deudas transfronterizas contra negocios chinos se

habían incrementado hasta 1,1 billones de dólares, en su mayoría denominados en dólares, con más de 0,8 billones en propiedad de grandes bancos occidentales.[7] En total, el 25 % de las deudas corporativas chinas se expresaban en dólares, frente a tan solo un 8 % de sus beneficios empresariales. Este desequilibrio era provechoso, pero arriesgado. Si alguna de las condiciones subyacentes cambiaba —los tipos de interés, los tipos de cambio o los precios de los productos básicos—, entonces la posición podía generar pérdidas. En 2015 se modificaron las tres condiciones. La retirada de la expansión cuantitativa por parte de la Fed prometía que el margen de interés no tardaría en girar en sentido contrario. La ralentización del propio crecimiento de China y el hundimiento repentino de los precios del petróleo en 2014 invirtieron el impulso de los precios de las mercancías primarias. El hecho de que Xi actuara contra la corrupción en China hizo que algunas familias acaudaladas desplazaran activos fuera del país, y este flujo de salida ejerció una presión a la baja sobre el yuan. Para los que tenían una parte de los 1,1 billones de dólares expuestos en el extranjero, esta combinación de factores era una noticia muy negativa; como por otro lado era un hecho de conocimiento general, se corría el peligro de una estampida.[8]

Durante el invierno de 2015-2016, en palabras de *The Economist*, «una calamidad» se cernía amenazadora sobre la economía mundial.[9] El auge de los mercados emergentes, que durante tanto tiempo había dado energía al relato de la globalización, había sufrido un parón estremecedor. Rusia, el Asia central, Brasil y Suráfrica ya estaban en recesión. Era fácil que una implosión de la economía china, con un yuan que perdiera valor con rapidez y una huida apresurada de los inversores, empujara a la economía mundial a la recesión. *The Economist* dibujó un escenario horrendo en el que los fondos que escapaban de China y una sobrecapacidad ciertamente desmedida amplificaban un ciclo global de deflación cuya inercia habría sido más imparable que en 2008. Las fuentes de productos primarios e industriales caerían en la insolvencia. Al mismo tiempo, si se rompía el tipo de cambio fijo del yuan, no sería la única divisa en devaluarse. En los diversos mercados emergentes se producirían acarreos con el dólar que provocarían una crisis financiera general, a la que tampoco serían inmunes los bancos occidentales.

El escenario era aterrador. La mera posibilidad de su existencia fue suficiente para sembrar el pánico. Los mercados de productos básicos

estaban sumamente nerviosos. Después de haberse despeñado por un precipicio en noviembre de 2014, el petróleo se había estabilizado, en la primavera de 2015, a unos 60 dólares por barril. Pero ahora China era el mayor importador de crudo del mundo. La perspectiva de una crisis china, unida tanto a la abundancia en el suministro de pizarra bituminosa líquida de Estados Unidos como a la intransigencia del Gobierno saudí, llevó de nuevo a los mercados hasta el límite.[10] Entre el verano de 2015 y enero de 2016, los precios se redujeron a la mitad, hasta los 29 dólares por barril. Esto —como sin duda pretendían los saudíes— asestó un duro golpe a la industria de las pizarras bituminosas de Estados Unidos, muy apalancada, y la angustia se extendió por los mercados financieros estadounidenses. Incluso en las economías avanzadas apuntaladas por la expansión cuantitativa, se corría el riesgo de una deflación. En enero de 2016, en Davos, la cuestión no era cómo lideraría China la economía mundial, sino cómo resistiría en aquellas circunstancias. ¿Pekín sería capaz de evitar el colapso? ¿Una implosión china haría que las dificultades de los mercados emergentes se convirtieran en una auténtica estampida? Un año más tarde, esta es la crisis global que la administración de Trump no heredó. ¿Por qué no?

Toda respuesta debe empezar por las iniciativas que se tomaron en Pekín. Gracias a la respuesta radical que había dado a la crisis de 2008, el régimen chino tenía una reputación formidable en lo que respectaba a la eficacia de su política económica. Pero en 2015, la respuesta inicial de China a la crisis fue de todo menos tranquilizadora. Los torpes intentos de estabilizar la bolsa de Shanghái pusieron de manifiesto que Pekín no era tan competente como afirmaban los mitos en vigor.[11] La expansión cuantitativa, con las características chinas, no fue un éxito. La liberación de la compraventa de divisas, de agosto de 2015, se gestionó mal. Pero Pekín conservó los nervios. En vez de permitir que el yuan siguiera bajando, el PBoC estabilizó un nuevo tipo de cambio fijo. Se intensificaron los controles de capital, a la vez que el PBoC permitía revertir las posiciones en dólares más expuestas. Si se trataba de ajustar los balances contables sin caer en un pánico general, era lo que había que hacer. Desde el máximo de 4 billones de dólares del verano de 2014, las reservas de divisas de China habían caído, a principios de 2017, hasta los 3 billones. Observar cómo las reservas iban menguando por valor de decenas de miles de millones cada mes resultaba angustiante, pero a la postre se estabilizaron en el nivel

inferior. Para reanimar la demanda, a principios de 2016, Pekín inició otro auge crediticio y estímulo fiscal, al mismo tiempo que emprendía una purga de aquellos sectores de la industria pesada con una sobrecapacidad insostenible. Los medios occidentales que normalmente destacan por abogar por la libertad de los mercados no podían ocultar el alivio por el hecho de que Pekín hubiera recuperado el control. Según afirmó *The Economist*: «El capital, cuando se vio acorralado, fluyó en buena parte hacia el mercado inmobiliario local: los precios de las casas se dispararon, primero en las grandes ciudades, luego más allá. Los impuestos a la venta de coches pequeños se redujeron a la mitad. Con estas medidas, los controles y estímulos cumplieron su objetivo».[12] Como reacción, los precios de los productos básicos y las manufacturas prosperaron por toda Asia, lo que permitió que la gigantesca capacidad fabril de China se alejara del precipicio. La amenaza de una deflación global desapareció.

Así es como lo cuenta el relato triunfalista. China no es otro mercado emergente más, proclive a las crisis. Pekín lo controla. En China surgió la posibilidad de una crisis que amenazaba con desestabilizar la economía mundial, pero la propia China la contuvo. Hasta aquí, todo perfecto, se podría decir. Pero 2015 no solo puso de manifiesto que China ni era invulnerable ni competente hasta el extremo. Demostró un hecho más relevante aún: que no era autónoma. En 2008 se había planteado la cuestión de si China se desharía de sus participaciones en dólares y desestabilizaría con ello a Estados Unidos. Ocho años después, como China había aumentado su integración financiera, la situación se invirtió. Mientras Pekín se esforzaba por dominar la bolsa y la pérdida de divisas, la cuestión no era si China se desharía de sus dólares, sino si la Fed colaboraría con el esfuerzo chino de estabilización del yuan.

Para Janet Yellen y la junta de la Fed, no era un dilema de fácil solución. El año 2015 se había iniciado con el FOMC decidido a continuar el proceso abierto cuando se puso fin a la expansión cuantitativa, en diciembre de 2014. Iban a subir los tipos. La cuestión era hasta dónde y con qué calendario. Después del jaleo que se armó en 2013, cuando la Fed lanzó la advertencia de que reduciría la compra de títulos, la entidad era más que consciente de las consecuencias que ello podía tener para los mercados emergentes.[13] Pero en aquel momento en que la economía estadounidense iba avanzando despacio hacia el pleno empleo, querían alejarse del cero, aunque solo fuera para disponer de margen de maniobra cuando se

produjera el siguiente revés. Más en general, había un deseo poderoso de «normalizar» la situación. Por mucho que se hubiera hablado del «estancamiento secular», era difícil aceptar, como rasgos permanentes de la economía mundial, que los tipos de interés debieran quedarse al cero, o el balance contable de la Fed, seguir extraordinariamente inflado. Pero ahora, una crisis china amenazaba con bloquear la vía de la normalización. En 2013 la Fed había alardeado de que solo le interesaba la suerte de la economía nacional de Estados Unidos. ¿Podía adoptar la misma perspectiva en el caso de China?

Durante el verano de 2015, la Fed fue dando largas, pero en la reunión de septiembre, el FOMC ya no pudo evitar la cuestión. La mayoría de los analistas esperaban que la Fed subiría los tipos un escalón. Pero entonces se produjo la gran devaluación del yuan y el segundo hundimiento de la Bolsa de Shanghái. Por limitado que estuviera el mandato de la Fed, los mercados eran globales. No se podía hacer caso omiso de una amenaza como la crisis china. El 24 de agosto, el Dow Jones estadounidense perdió 1.000 puntos y la Fed dio marcha atrás. La normalización de la política económica estadounidense quedaba en suspenso y Janet Yellen no tuvo reparos en exponer el razonamiento de la junta. La inestabilidad en China era la clave. En la conferencia de prensa del 18 de septiembre de 2015, cuando Yellen explicó la decisión del FOMC, los periodistas contaron seis referencias a China y diez a factores «globales». A diferencia de lo sucedido en 2013, cuando la presión afectaba a Turquía y la India, los problemas de China podían tener consecuencias demasiado graves en Estados Unidos. De hecho, el efecto de la deflación china en la economía mundial era tan potente que la Fed no podía agravar más la situación con un incremento de los tipos de interés.[14]

Para Pekín, que la Fed tuviera paciencia fue un alivio. A los chinos les complacía la idea de que la Fed reconociera la interdependencia. En octubre de 2015, el ministro de Hacienda Lou Jiwei se atrevió a decir, en una sesión del FMI, que la Fed no podía elevar los tipos de interés porque eso ponía en peligro a China. «Estados Unidos todavía no necesita subir los tipos de interés y, por su responsabilidad global, no puede subir los tipos», dijo Lou. A su entender, Estados Unidos «debería asumir responsabilidades globales» porque el dólar se había convertido en una divisa global.[15] En Estados Unidos, la reacción fue más heterogénea. Algunos analistas, inquietos por la suerte de los mercados, se apresuraron a apuntar que el hecho de que Yellen

condicionara las medidas de la Fed a la situación de China complicaba enormemente las posibilidades de interpretar el siguiente movimiento de la Fed. Los mercados dominaban las predicciones de la Fed como si de una ciencia se tratara. En Occidente, sin embargo, nadie estaba seguro de cómo leer los movimientos de Pekín.[16]

En diciembre de 2015, como el mercado laboral estadounidense estaba mejorando, el FOMC dio un paso adelante y subió los tipos. Era el primer incremento de tipos desde 2006.[17] Yellen lo anunció precisando que la Fed pretendía emitir la señal de que la recuperación se había consolidado. Pero la medida se acogió con un gran descontento en las dos alas de la política estadounidense. Los partidarios de Bernie Sanders se manifestaron frente al edificio de la Fed de Nueva York, exigiendo saber: «¿Qué recuperación?». En Estados Unidos había millones de personas que ni de lejos habían recuperado las condiciones de vida de 2008. En el otro lado, la opinión conservadora, a la que se acabó sumando Donald Trump, estaba furiosa por el hecho de que Yellen no hubiera actuado antes. Los mercados tampoco emitieron mensajes unívocos. Al principio, en diciembre de 2015, los inversores recibieron con alivio que la Fed hubiera emprendido por fin la normalización. Pero luego volvieron al primer plano las incertidumbres en China y los mercados emergentes, así como el hundimiento de los precios del petróleo. 2016 se inició con un importante nivel de ventas en el mercado. Mediado el mes de febrero, el S&P 500 había perdido un 11 %. Una vez más la Fed optó por hacer una pausa, en una decisión que se demostró razonable durante el verano, cuando los mercados respondieron al *brexit* con una venta espectacular. Entre los que no comprenden la derrota de Hillary Clinton en noviembre de 2016, a menudo se pasa por alto con cuánto nerviosismo se contemplaba la situación económica del país. Transcurridos ocho años desde 2008, la carrera de Sanders-Clinton-Trump no se desarrollaba frente al telón de fondo de un auge económico. Imperaba tanta inseguridad que la Fed no consideró seguro elevar los tipos hasta finales de año, cuando el índice bursátil subía por el «efecto Trump» y por fin se había dejado atrás el temor a una deflación global.

II

En 2015-2016, la economía mundial evitó un tercer episodio de la crisis global. Las recesiones de los mercados emergentes quedaron restringidas a

economías concretas (Rusia, Brasil, Suráfrica) y productos específicos (en particular, el petróleo). Las dificultades no se generalizaron, no se extendieron a las economías avanzadas. La Unión Europea, Gran Bretaña y Estados Unidos continuaron con su lenta recuperación. Este hecho —que se olvida con demasiada frecuencia— debería enmarcar nuestra comprensión de la extraordinaria agitación política y geopolítica que hemos vivido desde 2013. En la crisis de Ucrania, el hundimiento del precio de los productos básicos, de hecho, benefició a Occidente porque multiplicó la presión de las sanciones contra Rusia. Entre tanto, el drama griego de 2015, el *brexit* y la elección de Trump se produjeron, todos ellos, en un contexto de calma nerviosa. En 2017 no nos enfrentamos, en toda su fuerza, a la pregunta planteada por Paulson: ¿Cómo le habría ido a Estados Unidos y al mundo si Trump, al inaugurar su mandato, se hubiera enfrentado a la clase de desafíos que aguardaban a Obama en 2009?

Pero aunque en 2015-2016 se evitó la crisis, cada vez había más en juego. Si volvemos al período anterior a 2008, por entonces se preveía una «crisis en China». Pero lo que inquietaba a los analistas era la posibilidad de una venta masiva de activos denominados en dólares por parte de los gestores de las reservas chinas. Cuando se vio que se avecinaba una tormenta, la gran prioridad del Tesoro de Paulson fue sostener a China; y Paulson estaba dispuesto a pagar un precio político muy elevado. La broma de Brad Setser daba en el clavo: Fannie Mae y Freddie Mac eran entidades «demasiado chinas», no se podía permitir que cayeran.[18] Nacionalizarlas ayudó a impedir una crisis simultánea en China y el Atlántico, cuyas consecuencias habrían sido impensables. Pero la diplomacia financiera de Paulson también pone de relieve el hecho de que, en 2008, gestionar la relación financiera sino-estadounidense todavía era en buena medida un asunto de relaciones intergubernamentales. En 2015-2016, en cambio, no solo se cernía una amenaza sobre los chinos, sino que los que movían el dinero eran inversores y empresas privadas. En menos de diez años, la integración de China, en los planos comercial y financiero, había llegado ciertamente muy lejos. Si lo contextualizamos con el relato que se ha desplegado en este libro, las consecuencias resultan inquietantes.

Este libro ha examinado la lucha por contener la crisis en tres zonas interconectadas de profunda integración financiera: el sistema financiero transatlántico, basado en el dólar; el euro; y la esfera postsoviética de la Europa del Este. Los desafíos eran colosales. La implosión enredó en un

círculo vicioso las finanzas tanto públicas como privadas. Las quiebras bancarias obligaron a realizar una escandalosa intervención gubernamental en rescate de oligopolistas privados. La Fed se saltó las fronteras para proporcionar liquidez a bancos de otros países. La crisis se extendió hasta convertirse en una cuestión de relaciones internacionales: Alemania y Grecia, el Reino Unido y la eurozona, Estados Unidos y la Unión Europea. Y todos estos asuntos se plantearon no en un vacío de poder político, sino en un campo de fuerza geopolítico, como se percibe claramente en los choques con Rusia por la suerte de Georgia y Ucrania. Eran desafíos de una complejidad abrumadora, muy técnicos, de una escala descomunal y de cambios acelerados. Entre 2007 y 2012, la presión fue incesante.

En sus propios términos, en tanto que esfuerzo de estabilización del sistema capitalista, la respuesta que pergeñaron entre el Tesoro de Estados Unidos y la Fed fue notablemente exitosa. Pretendía restaurar la viabilidad de los bancos. No solo consiguió ese fin, sino que también proporcionó un estímulo monetario y una liquidez extraordinaria a todo el sistema financiero basado en el dólar, a Europa y a los mercados emergentes de más allá. Más reveladora aún fue la situación del Partido Demócrata, que, en términos políticos, fue el más castigado por el esfuerzo de capitalización. De hecho, tanto el programa TARP como los rescates se convirtieron en palabras prohibidas y la Fed sufrió una pérdida de legitimidad espectacular. Con el recuerdo vivo de 2008, las elecciones de 2016 emitieron un veredicto crudo. Con Trump como presidente y el Congreso dominado por los republicanos, no está claro que el sistema político estadounidense vaya a respaldar siquiera a las instituciones más básicas de la globalización, menos aún, que vaya a emprender alguna aventura para luchar contra las crisis ya sea en el ámbito nacional o en el global.

Frente a la abdicación de Estados Unidos, en otros tiempos uno habría sugerido que quizá la zona euro podría representar una alternativa. Pero el fracaso del BCE, Alemania y Francia a la hora de desarrollar estrategias viables para combatir la crisis, hizo que, por el contrario, entre 2010 y 2015 el euro fuera una fuente de riesgo e inestabilidad para la economía mundial. Si se pudo salvar el euro, fue en gran medida gracias a la ayuda y la presión externas. No resulta tranquilizador que Alemania —el miembro más poderoso de la Unión Monetaria— se resistiera, durante un tiempo penosamente largo, a aplicar las medidas necesarias. Así pues, lejos de ver en Europa a un socio prometedor para la gobernanza económica global,

Pekín y el resto del G20 se hallaron preguntándose, una y otra vez, a qué narices estaban jugando los europeos.[19] Alemania repetía sin descanso que estaban enseñando disciplina, obligando a Europa a prepararse para un futuro de competencia global. Pero ¿qué utilidad podía tener eso cuando no solo Grecia, sino Irlanda, Portugal, España e Italia estaban abrumadas por la crisis inmediata? Finalmente, en 2012, se superó lo que Monti había descrito amablemente como un «bloqueo mental». El activismo recobrado del BCE estabilizó los mercados de títulos. Pero el progreso adicional en los fundamentos financieros esenciales de una unión bancaria se había desarrollado con una lentitud lamentable, y Berlín sigue bloqueando el camino para que Europa emita eurobonos.[20] Como siempre, la clave está en el eje franco-alemán. En 2017, votar por Macron fue votar por Europa. No por la Europa actual, sino por un cambio de rumbo.[21] Esto depende de Alemania. En mayo de 2017, ante el desastre de Trump en materia de política exterior, Merkel ha afirmado que Europa debe forjarse un camino propio. Pero no está claro que Berlín vaya a ser socio de tal clase de proyecto, después de las elecciones alemanas de 2017. El ascenso de Alternativa para Alemania no augura nada bueno. En la actualidad se lo conoce sobre todo como partido racista, contrario a los refugiados y los inmigrantes. Pero en 2013, la AfD nació como furiosa reacción de la derecha contra Draghi y el BCE. También tiene consecuencias importantes, para Europa, el final de la gran coalición. El papel del FDP, en la forma en que Merkel manejó la crisis de la eurozona en 20102012, fue funesto; lo mismo cabe afirmar de otro partido de la derecha, la CSU bávara. En el momento de escribir estas páginas, Europa aguarda a que se forme un nuevo gobierno en Alemania.

La relación transatlántica no se basa exclusivamente en el dinero, por supuesto. Se entrelaza con profundas relaciones culturales, políticas, diplomáticas y militares. Y estas se habían hecho extensivas (al menos, así lo pareció) a la Europa del Este, que en los primeros años de la década de 2000 se integró con entusiasmo en la Unión Europea y la OTAN. En el Asia oriental, el sistema de alianzas de Estados Unidos siempre tuvo un tejido más laxo. Y la victoria de Occidente en la guerra fría distó de ser completa. El triunfo económico de China es un triunfo del Partido Comunista. Esta sigue siendo la razón fundamental para dudar de que pueda existir una auténtica cooperación con China en la gobernanza económica global. A diferencia de Corea del Sur, Japón o Europa, China no es un elemento

subordinado de la red global norteamericana. Cuando Estados Unidos extendió líneas *swap* en 2008, actuaba en una zona que es un reino despolitizado de actividad económica, enmarcado sin embargo por una profunda relación de poder. La política de la inversión extranjera china, y las sospechas sobre qué papel interpretan las empresas de propiedad estatal, sugieren que será mucho más difícil desarrollar intereses económicos verdaderamente compartidos, de la clase que legitimó las líneas *swap* de la Fed para Europa. Y la experiencia vivida en la frontera del poder occidental, en la Europa del Este, difícilmente permite ser optimistas con respecto a la capacidad, ni de Washington ni de los europeos, de ejercer la diplomacia financiera en áreas de auténtica tensión geopolítica. Durante la fase más grave de la crisis de 2008-2009, Occidente, por decirlo sin ambages, desatendió a la Europa del Este, prescindiendo del hecho de que las referencias a una expansión de la OTAN habían conducido a una guerra con Rusia en Georgia, tan solo unas semanas antes de que estallara la crisis en agosto de 2008. Es relevante que, en 2009, quienes advertían sobre la posibilidad de que la Europa occidental y la oriental se volvieran a distanciar eran veteranos de la administración de George Bush padre. Luego, en 2013, la Unión Europea entró sin darse cuenta en un enfrentamiento con Putin, por Ucrania. Todo ello en un momento en el que la administración de Obama impulsaba el TPP —que en Pekín se veía como un acto de contención agresiva— y Japón y China rivalizaban por unas islas rocosas del mar de la China Meridional. Sin duda, el gobierno de Trump es impredecible; pero no olvidemos que las relaciones con Rusia y China llegaron a este grado de tensión en los tiempos de Obama, con Hillary Clinton como secretaria de Estado. Rusia sobrevivió a las sanciones gracias a sus reservas. Los recursos de China son muy superiores. Quizá son tan elevados que permitirán un mundo sin una cooperación verdaderamente estrecha entre la Fed y el PBoC. Pero esas reservas chinas son el fruto del sistema de regulación financiera y control de las divisas que Occidente ha criticado durante mucho tiempo. Para impedir que sus reservas de divisas siguieran esfumándose, China ha recurrido a reforzar de nuevo esos controles. Desde el punto de vista de la economía, esto representó solo un éxito parcial. Y dentro de la propia China ha conllevado una lucha de poder entre los sectores de la élite cuya inquietud principal es situar sus fortunas a buen recaudo y, por otro lado, los gestores del régimen empeñados en mantener la estabilidad. Aún podría estallar una gran tormenta financiera.

Según la mordaz observación del gran economista Abba Lerner, «la Economía se ha ganado el título de Reina de las Ciencias Sociales eligiendo como dominio problemas políticos ya resueltos».[22] Sin embargo, el futuro de la economía política de China y sus relaciones con Occidente no pertenece a ese dominio.

III

Los acontecimientos de 2015-2016 en China recuerdan otro de los grandes temas de este libro. Incluso para un régimen tan competente y bien informado como el chino, los reveses económicos se produjeron de una forma repentina e inesperada. Para todo ello podemos emplear diversas palabras —pánico, crisis, paralización, implosión, estampida, parada súbita, freno repentino, incertidumbre— y todas estas descripciones de lo que ha ocurrido o habría podido ocurrirle al sistema financiero global desde 2007 apuntan a una cosa: el hecho de que, además de las tensiones estructurales, de desarrollo lento, que la integración global puede generar, también produce rupturas repentinas, sucesos que no se pueden explicar del todo o reducir a sus términos estructurales o regulados por la ley. Hay crisis que son difíciles de predecir o definir por adelantado. No hay avisos previos y a menudo son de una tremenda complejidad. Y son urgentes. Estos momentos requieren una intervención, exigen actuar para contrarrestarlos. Esta yuxtaposición ha sido el marco de la narración de este libro: por un lado, grandes organizaciones, estructuras y procesos; por el otro decisiones, debates, argumentos y acción.

Estos momentos se pueden concebir, por ejemplo, con las metáforas de la emergencia, por ejemplo de una intervención de los bomberos. Entre los responsables de combatir la crisis desde Estados Unidos, ha sido habitual recurrir al vocabulario militar: fuerza máxima, la Doctrina Powell, conmoción y pavor, gran bazuca. Pero también cabría afirmar que lo que se necesita es algo volátil e intangible: acción y liderazgo político. Esto pasa por formular planes y programas, buscarles respaldo y vencer los reparos de la oposición.

Cuando se produjo la escalada de la crisis financiera, en los últimos días del gobierno de Bush, en 2008, había muchas dudas sobre el liderazgo en Estados Unidos. En lo que respectaba al Partido Republicano, las dudas estaban más que justificadas. En aquel momento crítico, el partido no acertó

a actuar como punto de unión entre su base popular y los imperativos de la estabilización sistémica. Fue la experiencia que Paulson vio que se repetía en 2016, de una forma aún más extrema, con la pérdida de poder de la élite republicana y la selección de Trump como candidato. En 2008, era obvio que el sistema necesitaba un rescate, a uno y otro lado del Atlántico. Pero en sus elementos políticos básicos, hizo falta una frágil coalición entre partidos, forjada por una élite republicana y los líderes demócratas, para mantener la cohesión de Estados Unidos y hacer posibles las iniciativas de estabilización global de la Fed y el Tesoro. La posterior polarización política de Estados Unidos, y la elección de Trump en 2016, vuelven a poner de manifiesto, de nuevo, la importancia histórica de aquella coalición.

Esta es la faceta estadounidense del drama. Como tal ya tiene relevancia global. Pero además tuvo equivalentes en todos los demás lugares afectados por la crisis: en Europa, también en Asia. La crisis del euro planteó la cuestión una y otra vez. ¿Cómo se podían formar coaliciones capaces de tomar decisiones esenciales pero impopulares? ¿Qué disposición a los acuerdos se impondría, qué voluntad, coraje, resistencia e intereses? Es algo escandaloso que este grado de indeterminación caracterice uno de los pilares esenciales del orden global. Pero formar coaliciones políticas específicas que respondan a ocasiones concretas es requisito para una gobernanza democrática del sistema capitalista. En el siglo XX, es lo que creó la diferencia entre el tratado de Versalles y el Plan Marshall, o entre la forma en que respondieron a la Gran Depresión Herbert Hoover y F. D. Roosevelt. Cuando hablamos de «economía política» es necesario tomarse en serio las exigencias de la política.

Desde 2007, la escala de la crisis financiera ha generado una enorme presión sobre la relación entre la política democrática y las exigencias de la gobernanza capitalista. Esta tensión no se ha manifestado en una crisis de la participación popular, o en el control último de las medidas adoptadas por los líderes electos; ante todo se ha traducido en una crisis de los partidos políticos que, históricamente, han actuado como mediadores de los dos elementos. Ha supuesto poner a prueba sus programas, su coherencia y su capacidad de movilizar apoyos; y numerosos grupos no han superado la prueba. En muchos países, la crisis ha borrado del mapa a los partidos de la izquierda moderada, muy en particular en Grecia y Francia. Han pagado su incapacidad de contrarrestar de forma constructiva las tensiones de la crisis de la moneda común. En 2017, en las elecciones al Bundestag, los dos

grandes partidos de Alemania —el país que, desde casi todos los puntos de vista, se vio menos afectado por la crisis— vieron caer su popularidad a mínimos históricos. En Estados Unidos y Gran Bretaña, los partidos que han sufrido la fractura crítica han sido los representantes tradicionales de la derecha, con consecuencias extraordinarias, como el *brexit*, y de un alcance potencialmente mayor aún, como la creciente incoherencia de los republicanos, en Estados Unidos. El «Grand Old Party» republicano maneja una organización impresionante, en la captación de votos; una maquinaria de comunicación que no hace prisioneros, y una enorme capacidad de recaudar fondos. Pero a juzgar por la historia de los últimos diez años, no es capaz de legislar ni de cooperar para que el gobierno sea eficaz.

Dado que hace no tanto había estado de moda afirmar que vivimos en la era de la posdemocracia, o incluso la pospolítica, la gran importancia de estos procesos estrictamente políticos podría sorprendernos. De resultas de su peso colosal, sistemas sociales complejos como los mercados financieros, y aparatos como el Estado moderno y el sistema interestatal en el que habita, dan impresión de solidez. Nos hacen dudar de si podemos someterlos al debate político, a la acción y las decisiones políticas. Sospechamos —a menudo, con algo de razón— que en todo lugar hay usurpación y acciones preventivas por parte de una tecnocracia. Hay formas de describir el funcionamiento de esos sistemas que anulan la presencia de la política. Pero si una historia como la del presente libro tiene algún sentido, consiste en poner de manifiesto la pobreza de esos relatos. En esta narración hallamos constantemente acciones, ideologías y decisiones políticas, con consecuencias de enorme calado; no son simples factores de ruido, sino reacciones vitales a la enorme volatilidad y contingencia generadas por el mal funcionamiento de los «sistemas», las «maquinarias» y los aparatos gigantescos de la ingeniería financiera. El éxito y el fracaso, la estabilidad y la crisis, pueden pivotar de hecho sobre las decisiones concretas de un momento dado. No en vano hablamos de un «momento Lehman». Y ha habido otros: Deauville; Cannes, 2011; «lo que haga falta»; por no mencionar el referéndum del *brexit* o las alucinantes elecciones de noviembre de 2016 a la presidencia de Estados Unidos.

Si volvemos a 1500 y el nacimiento conjunto del capitalismo y el sistema de Estado moderno, estos momentos decisivos de contingencia, elección y los dramas consiguientes han sido elementos constitutivos de nuestra idea de la historia moderna. Aunque esta impresión puede haber

quedado en suspenso después de 1989, ha regresado con fuerza al primer plano. Tales momentos son las coordenadas de la memoria y la conmemoración. Se convierten en motivos de acciones: después del 15 de septiembre de 2008, evitar otro Lehman se asentó como idea fija de los gestores de crisis en todo el mundo. Forman la línea del tiempo de los relatos narrativos e históricos. Definen aniversarios, invitan a debatir y examinar de nuevo los temas. Dada la agitación de los primeros años del siglo XX, en el inicio del siglo XXI han abundado los centenarios. 2014 nos trajo el mayor de todos: el centenario de 1914. Recordar el estallido de la primera guerra mundial, y dialogar al respecto, se recibió con un profundo interés en todo el mundo. Los historiadores trajeron a la memoria el *Urtrauma* del siglo XX.[23] Lo hicieron en el contexto de los conflictos de Ucrania y el Asia oriental, que hacían que las lecciones de 1914 parecieran especialmente pertinentes. En un sentido menos literal, 1914 también puede ser una buena manera de pensar sobre la clase de problema histórico que representa la crisis financiera de 2008.

Hay una semejanza llamativa entre las preguntas que formulamos sobre 1914 y sobre 2008.[24] ¿Cómo termina una gran moderación? ¿Cómo crecen riesgos colosales que se comprenden poco y apenas resultan controlables? ¿Cómo se desarrollan los grandes movimientos tectónicos del orden global, en terremotos repentinos? ¿Cómo se combinan los «horarios de ferrocarril» de sistemas técnicos gigantescos para crear desastres? ¿Cómo sucede que marcos de referencia anacrónicos y sin actualizar nos imposibilitan comprender qué está pasando a nuestro alrededor? ¿Sucedió que entramos en una crisis sin darnos cuenta o había fuerzas oscuras que nos empujaban hacia allí? ¿A quién debemos culpar del desastre posterior, que fue una obra humana? El desarrollo desigual y combinado del capitalismo global ¿actúa como motor de toda inestabilidad? ¿Cómo afectan las pasiones de la política popular a las decisiones que adopta la élite? ¿Cómo aprovechan los políticos esas pasiones? ¿Hay caminos que lleven al orden nacional e internacional? ¿Podemos lograr una paz y una estabilidad perpetuas? ¿La ley es la respuesta que buscamos? ¿O debemos confiar en el equilibrio de terror y valoración de los técnicos y los generales?

Son las preguntas que llevamos formulándonos, desde hace un siglo, sobre 1914. No es un accidente que las que nos asaltan sobre 2008 y sus consecuencias sean del mismo tipo: son las preguntas que siempre acompañan a las grandes crisis de la modernidad.

Notas

1. http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/brazil.shtml

2. http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/pdf/usa_en.pdf

3. http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/pdf/philippines_en.pdf

4. http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/argentina.shtml

5. http://www.un.org/press/en/2008/080923_Sarkozy.doc.htm

6. http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/pdf/uk_en.pdf

7. P. H. Gordon y J. Shapiro, *Allies at War: America, Europe, and the Crisis over Iraq* (Nueva York, McGraw-Hill, 2004).

8. J. Habermas y J. Derrida, «February 15, or What Binds Europe Together: Plea for a Common Foreign Policy, Beginning in Core Europe», *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 31 de mayo de 2003, en *Old Europe, New Europe, Core Europe*, D. Levy, M. Pensky y J. Torpey, eds., (Londres, Verso, 2005).

9. T. Purdum, «It Came from Wasilla», *Vanity Fair*, 39 (2009).

10. G. Jarvie, D. Hwang y M. Brennan, *Sport, Revolution, and the Beijing Olympics* (Oxford, Bloomsbury Academic, 2008); y M. E. Price y D. Dayan, *Owning the Olympics: Narratives of the New China* (Ann Arbor, University of Michigan Press, 2011).

11. G. Toal, *Near Abroad: Putin, the West and the Contest over Ukraine and the Caucasus* (Nueva York, Oxford University Press, 2017).

12. D. Trump, «Remarks of president Donald J. Trump - As Prepared for Delivery, Inaugural Address» (discurso, Washington D.C., 20 de enero de 2017), https://www.whitehouse.gov/inaugural-address; y en vídeo, http://www.cnn. com/videos/politics/2017/01/20/trump-speech-america-first-sot.cnn

13. Para un excelente enfoque sociopsicológico de las consecuencias de la crisis en Estados Unidos y Gran Bretaña, véase T. Clark, *Hard Times: Inequality, Recession, Aftermath* (New Haven, CT, Yale University Press, 2014).

14. A. S. Blinder, *After the Music Stopped* (Nueva York, Penguin, 2014) es a un tiempo el mejor relato de la crisis de un economista y exclusivamente estadounidense. Y G. Packer, *The Unwinding: An Inner History of the New America* (Nueva York, Farrar, Straus y Giroux, 2013).

15. Muy de acuerdo con L. Panitchin y S. Gindin, *The Making of Global Capitalism: The Political Economy of American Empire* (Londres, Verso, 2012); E. S. Prasad, *The Dollar Trap: How the US Dollar Tightened Its Grip on Global Finance* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2014); H. M. Schwartz, *Subprime Nation: American Power, Global Capital, and the Housing Bubble* (Ithaca, NY, Cornell University Press, 2009); y P. Gowan, «Crisis in the Heartland», *New Left Review*, 55 (2009), pp. 5-29.

16. I. Bremmer, «The Return of State Capitalism», *Survival*, 50 (2008), pp. 55-64; y J. Gyriel, «The Return of Europe's Nation-States: The Upside of the EU's Crisis», *Foreign Affairs*, 95 (2016), p. 94.

17. Atribuida al famoso libro de Douglas Adams *Guía del autoestopista galáctico*, la idea de una «parada súbita» la introdujo en la economía internacional G. A. Calvo, «Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops», *Journal of Applied Economics*, 1 (noviembre de 1998), pp. 35-54.

18. A. Tooze, *Statistics and the German State: The Making of Modern Economic Knowledge* (Cambridge, Cambridge University Press, 2001); y T. Mitchell, *Rule of Experts* (Berkeley, University of California Press, 2001).

19. R. Skidelsky, *Keynes: The Return of the Master* (Nueva York, Public Affairs, 2010). [Trad. *El regreso de Keynes*, Crítica, 2013.]

20. Paul Krugman ha defendido enérgica y convincentemente que la IS-LM (inversión, ahorro, liquidez, dinero) de los años treinta es esencial para comprender los mecanismos de la recesión y la lenta recuperación; véase P. Krugman, «IS-LMentary» (*Conscience of a Liberal Blog*), *The New York Times*, 9 de octubre de 2011, y «Economics in the Crisis» (*Conscience of a Liberal Blog*), *The New York Times*, 5 de marzo de 2012.

21. R. Baldwin, «Global Supply Chains: Why They Emerged, Why They Matter, and Where They Are Going», en *Global Value Chains in a Changing World,* D. K. Elms y P. Low, eds., (Ginebra, WTO, 2013), pp. 13-60.

22. H. S. Shin, «Globalisation: Real and Financial», BIS 87th Annual General Meeting, https://www.bis.org/speeches/sp170625b_slides.pdf

23. M. Obstfeld y A. M. Taylor, «International Monetary Relations: Taking Finance Seriously» (*CEPR Discussion Paper No. DP12079*, junio de 2017), https://ssrn.com/abstract=2980858

24. Entre los textos fundamentales, T. Adrian y H. S. Shin, «Liquidity and Leverage», *Journal of Financial Intermediation*, 19 (julio de 2010), pp. 418-437; C. Borio y P. Disyatat, «Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No link?», BIS Working Papers 346 (2011); y S. Avdjiev, R. N. McCauly y H. S. Shin, «Breaking Free of the Triple Coincidence in International Finance», *Economic Policy*, 31 (2016), pp. 409-451.

25. Paradigmáticamente, D. Yergin y J. Stanislaw, *The Commanding Heights: The Battle for the World Economy* (Nueva York, Simon & Schuster, 2002).

26. B. Bernanke, «The Great Moderation», Eastern Economic Association, Washington D.C., 20 de febrero de 2004.

27. Entre muchos otros, D. Harvey, *A Brief History of Neoliberalism* (Nueva York, Oxford University Press, 2007). [Trad. *Breve historia del neoliberalismo*, Akal, 2007.]

28. Para un resumen de una compleja bibliografía pluridisciplinar, véase G. Ingham, *The Nature of Money* (Cambridge, Polity, 2004).

29. Entre muchos otros, A. Roberts, *The Logic of Discipline: Global Capitalism and the Architecture of Government* (Nueva York, Oxford University Press, 2011).

30. «Re-Thinking the Lender of Last Resort» (BIS Working Paper 79, septiembre de 2014), disponible en SSRN: https://ssrn.com/abstract=2504682

31. Mientras las líneas de swap de billones de dólares solo se mencionan de paso, se dedica un capítulo entero a AIG en B. Bernanke, *Courage to Act* (Nueva York, W. W. Norton, 2015), pp. 270-291.

32. D. Coyle, *GDP: A Brief but Affectionate History* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2015); P. Lepenies, *The Power of a Single Number: A Political History of GDP* (Nueva York, Columbia University Press, 2016); y T. E. Shenk, «Inventing the American Economy», Columbia University Academic Commons (tesis, 2016), https://doi.org/10.7916/D8NZ87N1

33. Esto lo señala desde Francia M. Roche, *Histoire secrète d'un krach qui dure* (París, Albin-Michel, 2016). Sobre la contención alemana de la crisis, véase L. Müller, *Bank-Räuber: Wie kriminelle Manager und unfähige Politiker uns in den Ruin treiben* (Berlín, Econ, 2010).

34. Véase a Marco Buti en el European Institute, Columbia, abril de 2016, https://www.youtube.com/watch?v=7aGtNbmvmTs

35. Al negarse a aceptar que las teorías de la zona monetaria óptima o los regímenes de crecimiento divergente condenan el euro y centrarse en la finanzas, esta interpretación coincide con M. Sandbu, *Europe's Orphan: The Future of the Euro and the Politics of Debt* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2015); E. Jones, «The Forgotten Financial Union: How You Can Have a Euro Crisis Without a Euro», en *The Future of the Euro,* M. Matthijs y M. Blyth, eds., (Nueva York, Oxford University Press, 2015); E. Jones, «Getting the Story Right: How You Should Choose Between Different Interpretations of the European Crisis (and Why You Should Care)», *Journal of European Integration 37.7* (2015), pp. 817-832; y W. Schelkle, *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment* (Oxford, Oxford University Press, 2017).

36. T. Wieser citado en C. Gammelin y R. Löw, *Europas Strippenzieher: Wer in Brüssel Wirklich Regiert* (Berlín, Econ, 2014), p. 65.

37. M. Blyth, *Austerity: The History of a Dangerous Idea* (Oxford, Oxford University Press, 2013), p. 73.

38. Según se admite con admirable franqueza en T. F. Geithner, *Stress Test: Reflections on Financial Crises* (Nueva York, Crown, 2015).

39. Sobre la importancia esencial de la idea de «lío» para el liberalismo keynesiano, véase G. Mann, *In the Long Run We Are All Dead: Keynesianism, Political Economy, and Revolution* (Londres, Verso, 2017).

40. «From Clout to Rout: Why European Companies Have Become a Fading Force in Global Business», *The Economist*, 30 de junio de 2016.

41. M. Fratzscher, *Die Deutschland-Illusion: Warum wir unsere Wirtschaft überschätzen und Europa brauchen* (Múnich, Carl Hanser, 2014); J. Bibow, «The Euro Debt Crisis and Germany's Euro Trilemma», *Levy Economics Institute* (Working Paper 721, mayo de 2012); y S. Dullien, «A German Model for Europe?», *European Council on Foreign Relations*, julio de 2013.

42. «CSU für Apple, Linke gegen Steuerdeals», *Neues Deutschland*, 1 de septiembre de 2016.

43. J. B. Stewart, «Deutsche Bank as Next Lehman Brothers: Far-Fetched but Not Unthinkable», *The New York Times*, 6 de octubre de 2016.

44. C. Goodhart y D. Schoenmaker, «The United States Dominates Global Investment Banking: Does It Matter for Europe?», *Bruegel Policy Contribution* (2016).

45. «Special Report: How Mario Draghi Is Reshaping Europe's Central Bank», *Reuters*, 9 de enero de 2013; y L. Elliott, «Take a Bow Mario Draghi-Has the ECB Chief Saved the Eurozone?», *The Guardian*, 8 de junio de 2017.

46. Z. Micah, «The Myth of the Indispensable Nation», *Foreign Policy*, 6 de noviembre de 2014.

47. D. W. Drexner, *The System Worked: How the World Stopped Another Great Depression* (Oxford, Oxford University Press, 2014).

48. E. Helleiner, *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown* (Oxford, Oxford University Press, 2014).

49. B. Eichengreen, *Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses and Misuses of History* (Oxford, Oxford University Press, 2015).

50. T. Frank, *Listen, Liberal: Or, Whatever Happened to the Party of the People*? (Nueva York, Macmillan, 2016).

51. Dos artículos especialmente reflexivos, entre muchos otros, son W. Davies, «The Age of Post-Truth Politics», *The New York Times*, 24 de agosto de 2016; y A. M. Rondón, «Donald Trump's Fictional America», *Politico*, 2 de abril de 2017, https://www.politico.com/magazine/story/2017/04/donaldtrumps-fictional-america-post-fact-venezuela-214973

52. C. Forelle, «Luxembourg Lies on Secret Meeting», *The Wall Street Journal*, 9 de mayo de 2011.

1. Conferencia moderada por P. Orszag, «Restoring America's Promise of Opportunity, Prosperity and Growth», Brookings Institution, Washington, D.C., 2006, http://www.hamiltonproject.org/assets/legacy/files/downloads_and_ links/Restoring_Americas_Promise_of_Opportunity_Prosperity_and_Growth_ Transcript.pdf

2. R. Rubin, *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington* (Nueva York, Random House, 2003); y N. Prins, *All the Presidents' Bankers: The Hidden Alliances That Drive American Power* (Nueva York, Nation Books, 2014).

3. R. Altman, P. Orszag, J. Bordoff y R. Rubin, «An Economic Strategy to Advance Opportunity, Prosperity, and Growth», The Hamilton Project, abril de 2006, http://www.hamiltonproject.org/assets/legacy/files/downloads_and_ links/An_Economic_Strategy_to_Advance_Opportunity_Prosperity_and_ Growth.pdf

4. Para un análisis exhaustivo del vídeo de la intervención de Obama, véase https://www.nakedcapitalism.com/2013/04/obama-at-the-hamilton-project2006-this-is-not-a-bloodless-process.html

5. Orszag, «Restoring America’s Promise».

6. Joint Committee on Taxation, *Estimated Budget Effects of the Conference Agreement for H.R. 1836*, 26 de mayo de 2001, JCX-51-01.

7. P. Blustein, «Reagan’s Record», *Wall Street Journal*, 21 de octubre de 1985.

8. S. M. Kosiak, *Cost of the Wars in Iraq and Afghanistan, and Other Military Operations Through 2008 and Beyond*, CSBA, 15 de diciembre de 2008; y J. Stiglitz y L. Bilmes, *The Three Trillion Dollar War* (Nueva York, W. W. Norton, 2008). [Trad. *La guerra de los tres billones de dólares: el coste real del conflicto de Irak*, Taurus, 2008.]

9. T. Oatley, *A Political Economy of American Hegemony: Buildups, Booms, and Busts* (Nueva York, CUP, 2015).

10. Datos procedentes de https://www.cbo.gov/about/products/budget-eco nomic-data#2

11. A. Sinai, P. Orszag y R. Rubin, «Sustained Budget Deficits: LongerRun US Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray», Brookings Institution, 5 de enero de 2004.

12. Véase el influyente libro de B. Woodward, *The Agenda: Inside the Clinton White House* (Nueva York, Simon & Schuster, 1994).

13. D. Wessel y T. T. Vogel Jr., «Arcane World of Bonds Is Guide and Beacon to a Populist President», *Wall Street Journal*, 25 de febrero de 1993, A1.

14. «The Long-Term Budget Outlook», CBO, Washington D. C., 2005, 26. Para una visión republicana, véase L. Ball y N. G. Mankiw, «What Do Budget Deficits Do?», (NBER Working Paper 5263, septiembre de 1995).

15. Una afirmación habitual en P. Anderson, *American Foreign Policy and Its Thinkers* (Londres, Verso, 2015). [Trad. *Imperium et consilium: la política exterior norteamericana y sus teóricos*, Akal, 2014.]; y A. Negri y M. Hardt, *Empire* (Cambridge, MA, Harvard University Press, 2000). [Trad. *Imperio*, Paidós, 2002.]

16. La frase es de Robert Zoellick, por entonces subsecretario de Estado, y figura en R. Zoellick, «Whither China? From Membership to Responsibility», Nueva York, 21 de septiembre de 2005 (Nueva York, NCUSCR, 2005), https://2001-2009.state.gov/s/d/former/zoellick/rem/53682.htm

17. M. J. Dunne, *American Wheels, Chinese Roads: The Story of General Motors in China* (Singapur, Wiley, 2011).

18. Z. Wang, *Never Forget National Humiliation: Historical Memory in Chinese Politics and Foreign Relations* (Nueva York, Columbia University Press, 2012).

19. M. Mandelbaum, *Mission Failure: America and the World in the PostCold War Era* (Oxford, Oxford University Press, 2016).

20. Véase la presentación de Perry Mehrling, en la que vincula su característico enfoque con el carácter jerárquico del dinero, el sistema bancario paralelo y la «visión monetaria»: «Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance», City University London, 2 de febrero de 2013, https://www. city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0018/163440/Mehrling_Future-Global-Finance126sn0t.pdf

21. E. Ilzetkzi, C. M. Reinhart y K. S. Rogoff, «Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?» (NBER Working Paper 23134, 2017).

22. M. Pettis, *The Volatility Machine: Emerging Economies and the Threat of Financial Collapse* (Nueva York, Oxford University Press, 2001).

23. *Time* (portada), febrero de 1999; y Rubin y Weisberg, *In an Uncertain World*.

24. G. A. Calvo, «Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America» (NBER Working Paper 11153, 2005).

25. «The Argentine Crisis, 2001-2002», Rabobank, 23 de agosto de 2013, https://economics.rabobank.com/publications/2013/august/the-argentine-cri sis-20012002-/

26. M. Wolf, *Fixing Global Finance* (Baltimore, Johns Hopkins University Press, 2008).

27. M. P. Dooley, D. Folkerts Landau y P. Garber, «The Revived Bretton Woods System», *International Journal of Finance & Economics*, 9 (2004), pp. 307-313.

28. D. A. Steinberg, «Why Has China Accumulated Such Large Foreign Reserves?», en *The Great Wall of Money: Power and Politics in China's International Monetary Relations*, E. Helleiner y J. Kirshner, eds., (Ithaca, NY, Cornell University Press, 2014), p. 71.

29. E. M. Truman, «Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability», Peterson Institute for International Economics, agosto de 2007, https://piie.com/publications/pb/pb07-6.pdf

30. P. G. Peterson, «Riding for a Fall», *Foreign Affairs* (septiembre-octubre de 2004), https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2004-09-01/ riding-fall

31. N. Roubini, «The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances», noviembre de 2004, http://people.stern.nyu.edu/nroubini/ papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf

32. S. Edwards, «Is the US Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely to Be?» (NBER Working Paper 11541, agosto de 2005).

33. N. Ferguson y M. Schularick, «“Chimerica” and the Global Asset Market Boom», *International Finance* 10 (2007), pp. 215-239, http://onlinelibrary. wiley.com/doi/10.1111/j.1468-2362.2007.00210.x/abstract

34. Ferguson y Schularick, «“Chimerica”».

35. L. H. Summers, «The United States and the Global Adjustment Process» (discurso, Stavros S. Niarchos Lecture Institute, Washington D.C., 2004).

36. R. Suskind, *The Price of Loyalty: George W. Bush, the White House, and the Education of Paul O'Neill* (Nueva York, Simon & Schuster, 2004), pp. 291-292.

37. B. DeLong, «I Belong to No Organized Political Party», *Grasping Reality with Both Hands* (blog), noviembre de 2006, http://www.bradford-delong. com/2006/11/index.html

38. A. Berman, *Herding Donkeys: The Fight to Rebuild the Democratic Party and Reshape American Politics* (Nueva York, Picador, 2010).

39. La cita es de Matthew Yglesias en B. DeLong, «I Belong to No Organized Political Party».

40. «Brad DeLong: The Democrats' Line in the Sand», *Economist's View*, 30 de junio de 2008, http://economistsview.typepad.com/economistsview/ 2008/06/brad-delong-the.html

41. L. R. Jacobs y D. King, *Fed Power: How Finance Wins* (Oxford, Oxford University Press, 2016).

42. Actas de la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC), 29-30 de junio de 2004, https://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/ 20040630.htm

43. El llamado modelo Mundell-Fleming de la macroeconomía de una economía abierta surgió ya en los años sesenta; véase J. M. Boughton, «On the Origins of the Fleming-Mundell Model» (*IMF Staff Papers*, 50, 2003), pp. 1-9.

44. B. Bernanke, «The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit», n.º 77, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005.

45. B. Bernanke, «On Milton Friedman’s Ninetieth Birthday» (conferencia en honor de Milton Friedman, 8 de noviembre de 2002).

46. M. Friedman y A. J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2008), pp. 407-414.

47. Ben S. Bernanke, «Constrained Discretion and Monetary Policy», comentarios en Money Marketeers of New York University (Nueva York, New York University, 2003).

48. B. Applebaum, «Bernanke, as Professor, Tries to Buff Fed's Image», *The New York Times*, 20 de marzo de 2012; y B. Bernanke, «The Federal Reserve and the Financial Crisis Origins and Mission of the Federal Reserve», George Washington University School of Business, 20 de marzo de 2012.

49. T. Adams, «The US View on IMF Reform» (conferencia sobre la reforma del FMI, 23 de septiembre de 2005), https://piie.com/commentary/speechespapers/us-view-imf-reform

50. P. Blustein, *Off Balance: The Travails of Institutions That Govern the Global Financial System* (Waterloo, Ontario, CIGI, 2013), pp. 51-66.

51. «Paulson May Be Bringing Heft to China Currency Drive», *Taipei Times*,1 de junio de 2006.

52. Un firme partidario del enfoque del G2 fue el influyente Fred Bergsten; véase «A Partnership of Equals: How Washington Should Respond to China's Economic Challenge», *Foreign Affairs*, 87 (julio-agosto de 2008), pp. 57-69.

53. «Fact Sheet Creation of the US-China Strategic Economic Dialogue», *US Department of the Treasury*, 20 de septiembre de 2006, https://www.trea sury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp107.aspx. H. M. Paulson Jr., «A Strategic Economic Engagement: Strengthening US-Chinese Ties», *Foreign Affairs* 87 (septiembre-octubre de 2008), pp. 59-77.

54. Para la citas que siguen, véanse «The Panic About the Dollar», *The Economist*, 29 de noviembre de 2007; G. Steingart, «A Pearl Harbor Without War», *Der Spiegel*, 13 de noviembre de 2007; «Supermodel "Rejects Dollar Pay"», *BBC News*, 6 de noviembre de 2007; M. Nizza, «Heads Turn over Model's Disputed Dollar», *The New York Times*, 6 de noviembre de 2007; «Gisele Bundchen Doesn't Want to Be Paid in Dollars», *Fox News*, 5 de noviembre de 2007; C. Giles, «Adjustment or Affliction?», *Financial Times*, 10 de diciembre de 2007; y D. Usborne, «Rappers Join Models in Insisting on Euros as Greenbacks Fall Further out of Fashion», *The Independent*, 17 de noviembre de 2007.

55. P. Krugman, «Will There Be a Dollar Crisis?», *Economic Policy*, 22 (2007), pp. 436-467.

56. D. W. Drezner, «Bad Debts: Assessing China's Financial Influence in Great Power Politics», *International Security*, 34 (otoño de 2009), pp. 7-45.

57. J. B. DeLong, «The Wrong Financial Crisis», *Vox*, 10 de octubre de 2008.

1. Y. Barnes, «Around the World in Dollars and Cents», *Savills World Research*, 2016, http://pdf.euro.savills.co.uk/global-research/around-theworld-in-dollars-and-cents-2016.pdf

2. Congressional Budget Office, «Housing Wealth and Consumer Spending Report», 110th Cong., enero de 2007.

3. UNCTAD, *Trade and Development Report 2010*, Nueva York, p. 44.

4. O. Jordà, M. Schularick y A. M. Taylor, «Betting the House», Federal Reserve Bank of San Francisco, junio de 2014.

5. O. Jordà, M. Schularick y A. M. Taylor, «The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles», *Economic Policy*, 31 (septiembre de 2014), pp. 107-152.

6. W. L. Silber, *Volcker: The Triumph of Persistence* (Nueva York, Bloomsbury Press, 2012), pp. 125-215.

7. L. Silk, «The Interest Rate Issue», *The New York Times*, 21 de julio de 1981.

8. Sobre la política en este momento, véase S. Eich y A. Tooze, «The Great Inflation», en *Vorgeschichte der Gegenwart: Dimensionen des Strukturbruchs nach dem Boom*, A. Doering-Manteuffel, L. Raphael y T. Schlemmer, eds., (Gotinga, Vandenhoek & Ruprecht, 2015).

9. Comentarios del gobernador Ben S. Bernanke, «The Great Moderation», en la reunión de la Eastern Economic Association, Washington D. C., 20 de febrero de 2004. Para un examen de la bibliografía en que se basaba Bernanke, véase James H. Stock y Mark W. Watson, «Has the Business Cycle Changed and Why?», *NBER Macroeconomics Annual*, 17 (2002), pp. 159-218.

10. R. K. Green y S. M. Wachter, «The American Mortgage in Historical and International Context», *Journal of Economic Perspectives*, 19 (2005), pp. 93-114.

11. Simplificación de una historia más complicada analizada en W. H. Starbuck y P. N. Pant, «Trying to Help S&Ls: How Organizations with Good Intentions Jointly Enacted Disaster», en *Organizational Decision Making*, Z. Shapira, ed., (Cambridge, Cambridge University Press, 1996), pp. 35-60.

12. T. Curry y L. Shibut, «The Costs of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences», *FDIC Banking Review,* https://www.fdic.gov/bank/analytical/ banking/ 2000dec/brv13n2_2.pdf

13. Schwartz, *Subprime Nation*, pp. 96-101.

14. R. K. Green y A. B. Schnare, «The Rise and Fall of Fannie Mae and Freddie Mac: Lessons Learned and Options for Reform», n.º 8521, USC Lusk Center for Real Estate, 2009.

15. R. Rothstein, *The Color of Law: A Forgotten History of How Our Government Segregated America* (Nueva York, W. W. Norton, 2017).

16. J. B. Judis y R. Teixeira, *The Emerging Democratic Majority* (Nueva York, Macmillan, 2002).

17. La declaración más influyente sobre el caso es C. W. Calomiris y S. H. Haber, *Fragile by Design: The Political Origins of Banking Crises and Scarce Credit* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2014). Para un análisis crítico, véase M. Konzcal, «Guest Post: A Review of *Fragile by Design*», Roosevelt Institute, 3 de noviembre de 2017.

18. D. Jaffee y J. M. Quigley, «The Future of the Government Sponsored Enterprises: The Role for Government in the US Mortgage Market» (NBER Working Paper 17685, Cambridge, MA, 2011).

19. N. Fligstein y A. Goldstein, «A Long Strange Trip: The State and Mortgage Securitization, 1968-2010», en *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance*, A. Preda y K. Knorr-Cetina, eds., (Oxford, Oxford University Press, 2012), pp. 339-356.

20. La historia está bien contada en M. Lewis, *Liar's Poker* (Nueva York, W. W. Norton, 2010) [trad. *El póquer del mentiroso,* Alienta, 2011.]; y B. McLean y J. Nocera, *All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis* (Nueva York, Penguin, 2010).

21. K. Dennis, «The Ratings Game», *University of Miami Law Review*, 63 (2008-2009); y L. J. White, «The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle», *Critical Review*, 21 (2009), pp. 2-3, 389-399.

22. N. Fligstein y A. Goldstein, «The Anatomy of the Mortgage Securitization Crisis», en *Markets on Trial: The Economic Sociology of the US Financial Crisis, Part A*, M. Lounsbury y P. M. Hirsch, eds., (Bingley, Emerald Group, 2010), pp. 29-70.

23. Jaffee y Quigley, «The Future of the Government Sponsored Enterprises».

24. A. B. Ashcraft y T. Schuermann, «Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 318 (marzo de 2008).

25. A. Goldstein y N. Fligstein, «The Transformation of Mortgage Finance and the Industrial Roots of the Mortgage Meltdown», *Mimeo*, 2014.

26. P. Gowan, *The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance* (Londres, Verso, 1999).

27. P. Augar, *The Greed Merchants: How the Investment Banks Played the Free Market Game* (Londres, Penguin, 2005).

28. G. Tett, *Fool's Gold*: *The Inside Story of J.P. Morgan and How Wall St. Greed Corrupted Its Bold Dream and Created Financial Catastrophe* (Nueva York, Free Press, 2009).

29. G. Krippner, *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance* (Cambridge, MA, Harvard University Press, 2011).

30. Z. Pozsar, «Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the US Banking System» (IMF Working Paper 11/109, agosto de 2011).

31. P. Gowan, «Crisis in the Heartland», *New Left Review*, 55 (enero-febrero de 2009).

32. Augar, *Greed Merchants*, p. 34.

33. Tobias T. Adrian y H. S. Shin, «Liquidity and Leverage», *Journal of Financial Intermediation*, 19 (2010), pp. 418-437.

34. D. MacKenzie, *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets* (Cambridge, MA, MIT Press, 2006), pp. 211-242.

35. G. F. Davis y M. S. Mizruchi, «The Money Center Cannot Hold: Commercial Banks in the US System of Corporate Governance», *Administrative Science Quarterly*, 44 (junio de 1999), pp. 215-239.

36. Lo que sigue se basa en Goldstein y Fligstein, «The Transformation of Mortgage Finance».

37. K. Grind, *The Lost Bank: The Story of Washington Mutual-the Biggest Bank Failure in American History* (Nueva York, Simon & Schuster, 2012).

38. A. Blundell-Wignall, P. Atkinson y S. H. Lee, «The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues», *OECD Financial Market Trends* (2008). Como señalan los autores, «2004 es crucial a la hora de pensar en la causalidad».

39. W. Poole, «The GSEs: Where Do We Stand?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 95 (noviembre-diciembre de 2013), pp. 601-611.

40. Una excelente introducción a los aspectos económicos de la financiación estructurada y la crisis en general es A. Milne, *The Fall of the House of Credit: What Went Wrong in Banking and What Can Be Done to Repair the Damage?* (Cambridge, Cambridge University Press, 2009).

41. Un resumen de la bibliografía sobre la escasez de activos seguros en R. J. Caballero, E. Farhi y P. Gourinchas, «The Safe Assets Shortage Conundrum», *Journal of Economic Perspectives,* 31 (verano de 2017), pp. 29-46.

42. D. Clement, «Interview with Gary Gorton», Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1 de diciembre de 2010.

43. G. Gorton, «The History and Economics of Safe Assets» (NBER Working Paper 22210, abril de 2016).

44. Goldstein y Fligstein, «Transformation»; V. V. Acharya, P. Schnabl y G. Suarez, «Securitization Without Risk Transfer», *Journal of Financial Economics*, 107 (2013), pp. 515-536; y E. Engelen *et al*., *After the Great Complacence: Financial Crisis and the Politics of Reform* (Oxford, Oxford University Press, 2011), p. 61.

45. Tett, *Fool's Gold*, pp. 124-143.

46. V. V. Acharya, P. Schnabl y G. Suarez, «Securitization Without Risk Transfer».

47. T. Adrian y H. S. Shin, «Financial Intermediaries and Monetary Economics», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 398 (revisado en mayo de 2010).

48. T. Adrian *et al.*, «Repo and Securities Lending», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 529 (revisado en febrero de 2013).

49. G. B. Gorton y A. Metrick, «Who Ran on Repo?» (NBER Working Paper 18455, octubre de 2012).

50. E. Callan, «Lehman Brothers-Leverage Analysis», Lehman Brothers, 7 de abril de 2008, https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/docs/DEB TORS/LBEX-DOCID%201401225.pdf

51. S. Olster, «How the Roof Fell In on Countrywide», *Fortune*, 23 de diciembre de 2010.

52. *Ibid*.

53. Engelen *et al*., *After the Great Complacence*, p. 56.

54. https://web.archive.org/web/20090226105739/http://oversight.house. gov/documents/20081022112154.pdf

55. «Ker-ching: The Thorny Issue of Bankers' Bonuses», *The Economist*, 26 de enero de 2008.

56. A. Haughwout *et al*., «“Flip This House”: Investor Speculation and the Housing Bubble», *Liberty Street Economics* (blog), Federal Reserve Bank of New York, 5 de diciembre de 2011.

57. R. G. Rajan, «Has Financial Development Made the World Riskier?» (NBER Working Paper 11728, noviembre de 2005).

58. M. D. Knight, «General Discussion: Has Financial Development Made the World Riskier?», Kansas City Federal Reserve, 2005, https://www.kansasci tyfed.org/publicat/sympos/2005/pdf/GD5_2005.pdf

59. E. Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s* (Ithaca, NY, Cornell University Press, 1996).

60. D. Rosato, «Confessions of a Former Real Estate Bull», *CNN Money*, 6 de enero de 2009.

61. D. Lereah, *Why the Real Estate Boom Will Not Bust* (Nueva York, Crown, 2005).

62. L. Kudlow, «The Housing Bears Are Wrong Again», *National Review*, 20 de junio de 2005.

63. Acharya, Schnabl y Suarez, «Securitization Without Risk Transfer».

64. E. R. Morrison y J. Riegel, «Financial Contracts and the New Bankruptcy Code: Insulating Markets from Bankrupt Debtors and Bankruptcy Judges», *American Bankruptcy Institute Law Review*, 13 (2005), pp. 641-644.

65. H. M. Schwartz, *Subprime Nation*, p. 180.

66. «Shorting Home Equity Mezzanine Tranches: A Strategy to Cash In on a Slowing Housing Market», Deutsche Bank, febrero de 2007, http://www.va luewalk.com/wp-content/ uploads/2015/ 05/2007_Subprime_Shorting-HomeEquity-Mezzanine-Tranches-1.pdf

67. M. Nakomoto y D. Wighton, «Citigroup Chief Stays Bullish on Buyouts», *Financial Times*, 9 de julio de 2007.

1. La frase «el capitalismo salvaje de Bush» se debe a Robin Cook, antiguo ministro de Exteriores de Tony Blair; véase R. Cook, «A Strong Europe - Or Bush's Feral US Capitalism», *The Guardian*, 28 de octubre de 2004.

2. «Lessons from a Crisis», *The Economist*, 2 de octubre de 2008.

3. «Le discours de Nicolas Sarkozy à Toulon», *Le Monde*, 25 de septiembre de 2008.

4. S. Zedda, «Italian Banks' Paths Through the Crisis», *Scientific Research*, marzo de 2016.

5. B. Setser, «Too Chinese (and Russian) to Fail?», *Follow the Money* (blog), Council on Foreign Relations, 12 de julio de 2008; y Schwartz, *Subprime Nation*, pp. 101-104.

6. C. Bertaut, L. P. DeMarco, S. Kamin y R. Tryon, «ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis», *Journal of International Economics*, 99 (2012), pp. 219-234; y B. Bernanke, C. Bertaut, L. DeMarco y S. Kamin, «International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007» (*International Finance Discussion Papers*, 2011).

7. D. O. Beltran, L. Pounder y C. Thomas, «Foreign Exposure to AssetBacked Securities of US Origin» (*International Finance Discussion Papers* 939, agosto de 2008, tabla 6, línea 6).

8. Bank of England, *Financial Stability Report* (22 de octubre de 2007), tabla 2.14.

9. M. Lewis, *The Big Short: Inside the Doomsday Machine* (Nueva York, W. W. Norton, 2010); y United States Senate Permanent Subcommittee of Investigations, «Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse», 13 de abril de 2011.

10. HSBC, «Fact Sheet», abril de 2005, http://www.banking.us.hsbc.com/ personal/pdf/fact_sheet_4-05.pdf

11. M. Zaki, *UBS, les dessous d'un scandale: Comment l'empire aux trois clés a perdu son pari* (Lausana, Favre Sa, 2008), p. 121.

12. «Deutsche Bank to Acquire MortgageIT Holdings, Inc.», Deutsche Bank, 12 de julio de 2006.

13. V. Acharya y P. Schnabl, «Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-09», Jacques Polak Annual Research Conference, 5-6 de noviembre de 2009.

14. N. Baba, R. N. McCauley y S. Ramaswamy, «US Dollar Money Market Funds and Non-US Banks», *BIS Quarterly Review,* marzo de 2009.

15. H. S. Shin, «Global Banking Glut and Loan Risk Premium», Jacques Polak Annual Research Conference, 10-11 de noviembre de 2011.

16. Bertaut *et al*., «ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis».

17. T. Norfield, *The City: London and the Global Power of Finance* (Londres, Verso, 2017); D. Kynaston, *City of Londres, The History*, vol. 4 (Londres, Penguin, 2002); y N. Shaxson, *Treasure Islands: Uncovering the Damage of Offshore Banking and Tax Havens* (Nueva York, St. Martin's Press, 2012).

18. E. Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s* (Ithaca, NY, Cornell University Press, 1996).

19. J. Green, «Anglo-American Development, the Euromarkets, and the Deeper Origins of Neoliberal Deregulation», *Review of International Studies*, 42 (2016), pp. 425-449.

20. P. Augar, *The Death of Gentlemanly Capitalism: The Rise and Fall of London's Investment Banks* (Londres, Penguin, 2000).

21. Lehman heredó las oficinas de Enron en 2001, https://en.wikipedia.org/ wiki/25_Bank_Street

22. «Triennial Central Bank Survey: Report on Global Foreign Exchange Market Activity in 2010», Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, diciembre de 2010, http://www.bis.org/publ/rpfx f10t.pdf

23. L. Jones, «Current Issues Affecting the OTC Derivatives Market and its Importance to London», City of London, abril de 2009, https://www.cityoflon don.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publica
tions/Documents/research%202009/Current%20issues%20affecting%20 the%20OTC%20derivatives%20market%20and%20its%20importance%20 to%20London.pdf

24. G. Morgan, «Supporting the City: Economic Patriotism in Financial Markets», *Journal of European Public Policy*, 19 (2012), pp. 373-387.

25. R. Wade, «Financial Regime Change?», *New Left Review* 53 (septiembre-octubre de 2008).

26. «Financial Regulation: Industry Changes Prompt Need to Reconsider US Regulatory Structure», US Government Accountability Office, GAO-05-61, 6 de octubre de 2004.

27. A. Baker, «Restraining Regulatory Capture? Angloamerica, Crisis Politics and Trajectories of Change in Global Financial Governance», *International Affairs*, 86 (2010), pp. 647-663.

28. Wade, «Financial Regime Change?».

29. M. Singh y J. Aitken, «The (Sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System» (IMF Working Paper WP/10/172, julio de 2010).

30. Green, «Anglo-American Development».

31. M. Hirsch, *Capital Offense: How Washington's Wise Men Turned America's Future Over to Wall Street* (Hoboken, NJ, Wiley, 2010), p. 200.

32. Zaki, *UBS*, p. 75.

33. L. S. Talani, «The Impact of the Global Financial Crisis on the City of Londres, Towards the End of Hegemony?», *Competition and Change*, 15 (febrero de 2011), pp. 11-30.

34. D. K. Tarullo, «Regulating Large Foreign Banking Organizations», Harvard Law School Symposium on Building the Financial System of the Twentyfirst Century: An Agenda for Europe and the United States, 27 de marzo de 2014.

35. «Rating Action: Moody’s Downgrades Depfa Entities to A2, BFSR at D+», Moody’s Investors Service, 30 de septiembre de 2008.

36. G. Robinson, «Hypo to Buy Depfa Bank for €5.7bn», *Financial Times*, 25 de julio de 2007.

37. W. Munchau, *The Meltdown Years* (Múnich, McGraw-Hill, 2010), pp. 19-28.

38. D. K. Tarullo, «Banking on Basel», Peterson Institute for International Economics, 2008.

39. R. Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance* (Cambridge, MA, Harvard University Press, 2007), p. 88.

40. Abdelal, *Capital Rules*, pp. 193-194.

41. A. Blundell-Wignall, P. Atkinson y S. H. Lee, «The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues», OECD Financial Markets Trends (2008).

42. A. Blundell-Wignall y P. Atkinson, «The Subprime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform» (2008), en P. Bloxham y C. Kent, *Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008*, actas de una conferencia, Reserve Bank of Australia, Sídney.

43. «The AIG Rescue, Its Impact on Markets, and the Government's Exit Strategy», 111th Cong., US Government Printing Office, 10 de junio de 2010; y R. Peston, «How Banks Depend on AIG», *BBC News*, 16 de septiembre de 2008.

44. «The AIG Rescue, Its Impact on markets», 111th Cong.

45. A. Baker, «Restraining Regulatory Capture? Anglo-America, Crisis Politics and Trajectories of Change in Global Financial Governance», *International Affairs*, 86 (2010), pp. 647-663.

46. M. Thiemann, «In the Shadow of Basel: How Competitive Politics Bred the Crisis», *Review of International Political Economy* (5 de febrero de 2014), pp. 1203-1239.

47. M. Berlin, «New Rules for Foreign Banks: What's at Stake?», *Business Review*, Federal Reserve of Philadelphia, 2015; y «Letter SR 01-1: Application of the Board's Capital Adequacy Guidelines to Bank Holding Companies Owned by Foreign Banking Organizations», Board of Governors of the Federal Reserve System, 5 de enero de 2001, https://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/2001/sr0101.htm

48. S. Bair (discurso, «Risk Management and Allocation Conference», 25 de julio de 2007).

49. S. Bair, *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself* (Nueva York, Free Press, 2012), pp. 38-39.

50. S. G. Cecchetti, «Five Years in the Tower» (discurso, BIS Annual Conference, 2013). En 2008, el apalancamiento del Deutsche aumentaría a 70:1. Sobre UBS, véase Zaki, *UBS*, p. 117.

51. C. Hughes y J. Grant, «City Limits: London Counts the Cost of Six Stormy Months for Banks», *Financial Times*, 20 de enero de 2008.

52. J. R. Dearie y G. J. Vojta, «Reform and Modernization of Financial Supervision in the United States: A Competitive and Prudential Imperative», *Mimeo*, 2007.

53. A. Appadurai, *Banking on Words: The Failure of Language in the Age of Derivative Finance* (Chicago, University of Chicago Press, 2015).

54. P. Blustein, *The Chastening: Inside the Crisis That Rocked the Global Financial System and Humbled the IMF* (Nueva York, PublicAffairs, 2003).

55. Roche, *Histoire secrete d'un krach qui dure*, pp. 99-100; y P. Blustein, *Off Balance*, pp. 113-114.

56. M. Obstfeld, J. C. Shambaugh y A. M. Taylor, «Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008» (NBER Working Paper 14826, 2009).

57. P. McGuire y G. von Peter, «The US Dollar Shortage in Global Banking», *BIS Quarterly Review,* marzo de 2009.

58. Para una revision de los argumentos, véase J. Aizenman y L. Jaewoo, «Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of Large International Reserves Hoarding», *World Economy*, 31 (2008), pp. 593-611.

1. La historia mejor documentada es H. James, *Making the European Monetary Union* (Cambridge, MA, Harvard University Press, 2012); una útil introduction de un economista es J. Pisani-Ferry, *The Euro Crisis and Its Aftermath* (Oxford, Oxford University Press, 2014). Sobre la política, véase D. Marsh, *The Euro: Battle for the New Global Currency* (New Haven, Yale University Press, 2009).

2. R. Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance* (Cambridge, MA, Harvard University Press, 2007).

3. M. E. Sarotte, *1989: The Struggle to Create Post-Cold War Europe* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2009).

4. Entre muchos otros, T. Mayer, *Europe's Unfinished Currency: The Political Economics of the Euro* (Nueva York, Anthem Press, 2012). El autor fue economista jefe del Deutsche Bank entre 2009 y 2012.

5. Una preocupación expresada con anterioridad por D. Gros, «Will EMU Survive 2010?», Center for European Policy Studies, 17 de enero de 2006.

6. T. Bayoumi y B. Eichengreen, «Shocking Aspects of European Monetary Unification» (NBER Working Paper 3949, 1992).

7. M. Feldstein, «The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability», *Journal of Economic Perspectives*, 11 (1997), pp. 23-42.

8. U. G. Silveri, «Italy 1990-2014: The Transition That Never Happened», *Journal of Modern Italian Studies*, 20 (2015), pp. 171-175.

9. K. Dyson y K. Featherstone, «Italy and EMU as a “Vincolo Esterno”: Empowering the Technocrats, Transforming the State», *South European Society and Politics*, 1.2 (1996), pp. 272-299.

10. «The Sick Man of the Euro», *The Economist*, 3 de junio de 1999.

11. R. R. G. Heinze, *Blockierte Gesellschaft* (Opladen, VS Verlag, 1998); y K. v. Hammerstein *et al*., «Die blockierte Republik», *Der Spiegel*, 21 de septiembre de 2002.

12. A. Hassel y C. Schiller, *Der Fall Hartz IV* (Fráncfort, Campus, 2010); y S. Beck y C. Scherrer, «Der rot-grüne Einstieg in den Abschied vom "Modell Deutschland": Ein Erklärungsversuch», *Prokla*, 35 (2005), pp. 111-130.

13. S. Dullien, «A German Model for Europe?», European Council on Foreign Relations, 1 de julio de 2013.

14. M. Fratzscher, *Verteilungskampf: Warum Deutschland immer ungleicher wird* (Múnich, Carl Hanser, 2016); y C. Odendahl, «The Hartz Myth: A Closer Look at Germany's Labour Market Reforms», Center for European Reform, junio de 2017.

15. H. Geiling, ed., *Die Krise der SPD: autoritäre oder partizipatorische Demokratie* (Münster, LIT, 2010).

16. A. Crawford, *Angela Merkel: A Chancellorship Forged in Crisis* (Sussex, Bloomberg Press, 2013); y M. Qvortrup, *Angela Merkel: Europe's Most Influential Leader* (Nueva York, Overlook Press, 2016).

17. «The Merkel Plan», *The Economist*, 15 de junio de 2013.

18. Rede von Bundeskanzlerin, «Dr. Angela Merkel beim Weltwirtschaftsforum am», 25 de enero de 2006 en Davos, https://www.bundesregierung.de/ Content/DE/Bulletin/2001_2007/2006/01/07-1-Merkel.html

19. C. Egle y R. Zohlnhöfer (eds.), *Die zweite Große Koalition: eine Bilanz der Regierung Merkel 2005-2009* (Wiesbaden, VS Verlag für Sozialwissenschaften, 2010).

20. Peer Steinbrück, *Unterm strich* (Hamburgo, Hoffmann und Campe, 2010).

21. Un término acuñado por Colin Crouch en 2000 que adquirió más fuerza en Alemania que en la angloesfera. C. Crouch, «Coping with Post-Democracy», *Fabian Ideas*, n.º 598 (2000); C. Crouch, *Post-Democracy* (Cambridge, Polity, 2004); y «Postdemokratie?», *Aus Politik und Zeitgeschichte*, 1 de febrero de 2011.

22. S. Lessenich, «Die Kosten der Einheit», Bundeszentrale für politische Bildung, 30 de marzo de 2010.

23. «Steinbrück setzt auf schwarze Null», *Der Tagesspiegel*, 4 de julio de 2007.

24. W. Wolfrum, *Rot-Grün an der Macht: Deutschland 1998-2005* (Múnich, C. H. Beck, 2013).

25. Para un analisis perspicaz pero acrítico, véase N. Irwin, *The Alchemists: Three Central Bankers and a World on Fire* (Nueva York, Penguin, 2013). [Trad. *Los alquimistas. Tres banqueros centrales y un mundo en llamas*, Deusto, 2014.]

26. C. Ban, *Ruling Ideas: How Global Neoliberalism Goes Local* (Oxford, Oxford University Press, 2016).

27. D. Gabor y C. Ban, «Banking on Bonds: The New Links Between States and Markets», *Journal of Common Market Studies*, 54 (2015), pp. 617-635.

28. S. Cheun, I. von Köppen-Mertes, y B. Weller, «The Collateral Frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the Financial Market Turmoil», Occasional Paper n.º 107, Banco Central Europeo, 2009; y D. Gabor, «The Power of Collateral: The ECB and Bank Funding Strategies in Crisis» (18 de mayo de 2012), disponible en SSRN: https://ssrn.com/abstract=2062315 o http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2062315

29. W. Buiter y A. Sibert, «How the Eurosystem's Treatment of Collateral in Its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and What to Do About It)», CEPR Discussion Papers n.º 5387, 2005; y el análsis en Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidarity*, pp. 145-148.

30. Para dos ejemplos, Bernanke, *Courage to Act*, p. 477; y M. Lewis sobre Grecia, la zona euro y la garantía implícita de Alemania, «How the Financial Crisis Created a “New Third World”», *NPR Fresh Air*, 30 de septiembre de 2011, http:// www.npr.org/templates/transcript/transcript.php?storyId=140948138

31. S. Storm y C. W. Naastepad, «Myths, Mix-ups and Mishandlings: What Caused the Eurozone Crisis?», conferencia anual del Instituto para un Nuevo Pensamiento Económico, 11 de abril de 2015, tabla 2.

32. P. Lourtie, «Understanding Portugal in the Context of the Euro Crisis», en *Resolving the European Debt Crisis*, W. R. Cline y G. Wolff, eds., (Washington D.C., PIIE, 2012).

33. C. Wyplosz y S. Sgherri, «The IMF's Role in Greece in the Context of the 2010 Stand-By Arrangement», Independent Evaluation Office of the IMF, BP/16-02/11, 2016.

34. S. Kalyvas, *Modern Greece: What Everyone Needs to Know* (Oxford, Oxford University Press, 2015); y M. Husson, «The Greek Public Debt Before the Crisis», marzo de 2015, http://hussonet.free.fr/graudite.pdf

35. Sandbu, *Europe's Orphan*, 24.

36. P. R. Lane, «Capital Flows in the Euro Area», *Economic Papers* (abril de 2013), p. 497.

37. G. Gorton y A. Metrick, «Securitization» (2011), en *Handbook of the Economics of Finance*, G. Constantinides, M. Harris y R. Stulz, eds., (North Holland, Elsevier, 2012); y T. Santos, «Antes del Diluvio: The Spanish Banking System in the First Decade of the Euro», en *After the Flood: How the Great Recession Changed Economic Thought*, Edward L. Glaeser, Tano Santos y Glenn Weyl, eds., (Chicago, University of Chicago Press, 2017).

38. Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidarity*, pp. 180-185.

39. Storm y Naastepad, «Myths, Mix-ups and Mishandlings».

40. P. R. Lane, «The Funding of the Irish Domestic Banking System During the Boom», *Journal of the Statistical and Social Inquiry Society of Ireland*, 44 (2014), pp. 40-71

41. S. Royo, «How Did the Spanish Financial System Survive the First Stage of the Global Crisis?», *Governance*, 26 (octubre de 2013), pp. 631-656; Santos, «Antes del Diluvio».

42. A. Cárdenas, «The Spanish Savings Bank Crisis: History, Causes and Responses», documento de trabajo 13-003, Universitat Oberta de Catalunya, 2013; y Santos, «Antes del Diluvio».

43. T. Santos, «El Diluvio: The Spanish Banking Crisis, 2008-2012», manuscrito, Columbia Business School, Columbia University (2017).

44. Santos, «Antes del Diluvio».

45. I. Jack, «Ireland: The Rise and the Crash», *New York Review of Books*, 11 de noviembre de 2010; crítica de F. O'Toole, *Ship of Fools: How Stupidity and Corruption Sank the Celtic Tiger* (Londres, Faber and Faber, 2009).

46. P. De Grauwe, «How to Embed the Eurozone in a Political Union», *Vox*, 17 de junio de 2010. Para un devastador análisis de los puntos débiles de las teorías convencionales sobre la zona monetaria óptima y su insistencia en la integración fiscal, véase Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidarity*, pp. 174179. Para un análisis de los debates sobre la estabilización financiera que siguieron al tratado de Maastricht de 1992, véase M. Obstfeld, «Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis», Directorate General Economic and Financial Affairs n.º 493 (DG ECFIN), European Commission, 2013.

47. Para un resumen alarmantemente anodino de los acuerdos precautorios de la UE, véase ECB, «The EU Arrangements for Financial Crisis Management», *ECB Monthly Bulletin*, febrero de 2007. Uno de los primeros en poner de relieve la magnitud del posible problema desde el principio fue N. Veron, «Is Europe Ready for a Major Banking Crisis?», *Bruegel Policy Brief*, 9 de agosto de 2007.

48. D. K. Tarullo, «Regulating Large Foreign Banking Organizations», discurso, Harvard Law School Symposium on Building the Financial System of the Twenty-first Century: An Agenda for Europe and the United States, 27 de marzo de 2014.

49. A. Milward, *European Rescue of the Nation State* (Londres, Routledge, 1992).

50. L. H. Summers, «Summers Speaks», *Magazine of International Economic Policy* (otoño de 2007), http://www.international-economy.com/TIE_F07_ Summers.pdf

51. G. Majone, *Europe as the Would-Be World Power* (Cambridge, Cambridge University Press, 2009).

52. M. Bernard, *Valéry Giscard d'Estaing: Les ambitions déçues* (París, Armand-Colin, 2014).

53. M. O’Neill, *The Struggle for the European Constitution: A Past and Future History* (Basingstoke, RU, Routledge, 2009).

54. M. K. Davis Cross, *The Politics of Crisis in Europe* (Cambridge, Cambridge University Press, 2017).

55. S. Kornelius, *Angela Merkel: The Chancellor and Her World* (Londres, Alma Books, 2014).

56. Para un excelente análisis, véase H. Kundnani, *The Paradox of German Power* (Oxford, Oxford University Press, 2015). [Trad. *La paradoja del poder alemán*, Galaxia Gutenberg, 2016.]

57. S. Fabbrini, *Which European Union? Europe After the Euro Crisis* (Cambridge, Cambridge University Press, 2015).

58. R. Kagan, «Americans Are from Mars, Europeans Are from Venus», *Sunday Times*, 2 de febrero de 2003, que dio lugar al siguiente libro: R. Kagan, *Paradise and Power: America and Europe in the New World Order* (Londres, Vintage, 2003). [Trad. *Poder y debilidad: Europa y Estados Unidos en el nuevo orden mundial*, Taurus, 2003.]

59. Habermas y Derrida, «February 15, or What Binds Europeans Together».

60. Muy de acuerdo con el diagnóstico básico compartido por P. Anderson, *The New Old World* (Londres, Verso, 2009) [trad. *El nuevo viejo mundo*, Akal, 2012]; y P. Baldwin, *The Narcissism of Minor Differences: How America and Europe Are Alike* (Oxford, Oxford University Press, 2009).

61. J. Herf, *War by Other Means: Soviet Power, West German Resistance, and the Battle of the Euromissiles* (Nueva York, Free Press, 1991); y L. Nuti, F. Bozo, M. Rey y B. Rother (eds.), *The Euromissile Crisis and the End of the Cold War* (Washington D.C., Woodrow Wilson Center Press, 2015).

1. M. E. Sarotte, *1989: The Struggle to Create Post-Cold War Europe* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2010).

2. G. Soros, «Not Without US Aid», *Wall Street Journal*, 7 de diciembre de 1989.

3. M. G. Gilman, *No Precedent, No Plan: Inside Russia's 1998 Default* (Boston, MIT Press, 2010).

4. P. Blustein, *The Chastening: Inside the Crisis That Rocked the Global Financial System and Humbled the IMF* (Nueva York, PublicAffairs, 2003), pp. 235-277.

5. J. Johnson, «Forbidden Fruit: Russia's Uneasy Relationship with the US Dollar», *Review of International Political Economy*, 15 (2008), pp. 379-398.

6. P. Ther, *Europe Since 1989: A History* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2016).

7. J. M. Goldgeier, *Not Whether but When: The US Decision to Enlarge NATO* (Washington D.C., Brookings, 1999).

8. S. F. Szabo, *Parting Ways: The Crisis in German-American Relations* (Washington D.C., Brookings, 2004).

9. «Outrage at “Old Europe” Remarks», *BBC News*, 23 de enero de 2003.

10. R. Prodi, «Europe and Peace», discurso, Universidad de Úlster, 1 de abril de 2004.

11. J. Becker, «Europe's Other Periphery», *New Left Review*, 99 (mayo-junio de 2016).

12. R. Martin, *Constructing Capitalisms: Transforming Business Systems in Central and Eastern Europe* (Oxford, Oxford University Press, 2013).

13. J. Hardy, *Poland's New Capitalism* (Londres, Pluto Press, 2009).

14. M. Ferry e I. McMaster, «Cohesion Policy and the Evolution of Regional Policy in Central and Eastern Europe», *Europe-Asia Studies*, 65 (2013), pp. 1502-1528.

15. K. Wolczuk, «Integration Without Europeanisation: Ukraine and Its Policy Towards the European Union» (EUI Working Paper 15, Robert Schuman Centre of Advanced Studies, 2004).

16. A. Polese, «Ukraine 2004: Informal Networks, Transformation of Social Capital and Coloured Revolutions», *Journal of Communist Studies and Transition Politics*, 25 (2009), pp. 255-277.

17. «Doing Business 2006», Banco Mundial (13 de septiembre de 2005), http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2006

18. «Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks», *FMI*, 30 de junio de 2004.

19. Para un excelente análisis del caso rumano, véase D. Gabor, *Central Banking and Financialization: A Romanian Account of How Eastern Europe Became Subprime* (Basingstoke, Reino Unido, Routledge, 2010).

20. J. Johnson, *Priests of Prosperity: How Central Bankers Transformed the Postcommunist World* (Ithaca, NY, Cornell University Press, 2016).

21. Blustein, *Off Balance*, pp. 1-12.

22. «Simulating Financial Instability», Conference on Stress Testing and Financial Crisis Simulation Exercises, Banco Central Europeo, 12-13 de julio de 2007, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/simulatingfinancialinstability 200809en.pdf?f6427026bcf400e849ff88415b1386ba

23. Blustein, *Off Balance*, pp. 67-92.

24. «Minister Rinkēvičs: The Foreign Ministry Building Is a Touchstone for the Nation's History», *Ministerio de Asuntos Exteriores de la República de Letonia*, 15 de noviembre de 2013.

25. T. Rostoks, «Letonia’s Foreign Policy-Living Through Hard Times», *Diplomaatia* (blog, abril de 2010), https://www.diplomaatia.ee/en/article/latviasforeign-policy-living-through-hard-times/

26. R. Sakwa, *The Crisis of Russian Democracy: The Dual State, Factionalism and the Medvedev Succession* (Cambridge, Cambridge University Press, 2010); y R. Sakwa, *Putin and the Oligarchs: The Khodorkovsky-Yukos Affair* (Londres, I. B. Tauris, 2014).

27. P. Hanson, «The Economic Development of Russia: Between State Control and Liberalization» (ISPI Working Paper 32, octubre de 2008).

28. Johnson, «Forbidden Fruit».

29. F. Hill y C. G. Gaddy, *Mr. Putin: Operative in the Kremlin* (Washington D.C., Brookings, 2013), capítulo 5.

30. P. Anderson, «Incommensurate Russia», *New Left Review*, 94 (julioagosto de 2015).

31. Banco Mundial en Rusia, *Russia Economic Report*, 17 (noviembre de 2008), tabla 1.9.

32. A. E. Stent, *The Limits of Partnership* (Princeton NJ, Princeton University Press, 2014); y Hill y Gaddy, *Mr. Putin*.

33. P. Gallis, *NATO and Energy Security*, CRS Report for Congress (15 de agosto de 2007).

34. «Kudrin Has Reservations on Dollar», *Moscow Times*, 24 de abril de 2006.

35. Johnson, «Forbidden Fruit».

36. El texto del discurso de Putin está disponible en «Putin's Prepared Remarks at 43rd Munich Conference on Security Policy», *Washington Post*, 12 de febrero de 2007.

37. «At $US250 a Barrel, We’re Headed for Meltdown», *Sydney Morning Herald*, 21 de junio de 2008.

38. A. E. Kramer, «As Gazprom Goes, So Goes Russia», *New York Times*, 11 de mayo de 2008.

39. «Putin’s Prepared Remarks».

40. D. Trenin, «Russia Leaves the West», *Foreign Affairs*, 85 (julio-agosto de 2006), p. 87.

41. «Gates Dismisses Putin Remarks as Blunt Spy Talk», *Reuters*, 12 de febrero de 2007.

42. «Migration in Europe: Case Studies: Bulgaria and Romania», CRCE 2010 Colloquium, 2010.

43. «Country report: Lugoj, Romania», Ungersteel, http://www.ungersteel.com/unger/download/UngerSteelGroup_Lugoj-property_Exposee.pdf

44. *Europe Real Estate Yearbook* (La Haya, Europe Real Estate Publishers, 2008), p. 362.

45. «ING Real Estate Buys in Germany and Romania», *PropertyEU* (9 de octubre de 2007).

46. G. Toal, *Near Abroad: Putin, the West and the Contest over Ukraine and the Caucasus* (Oxford, Oxford University Press, 2017).

47. «The President's News Conference with President Viktor Yushchenko of Ukraine in Kiev, Ukraine», *The American Presidency Project* (1 de abril de 2008), http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=76910

48. S. Erlanger y S. L. Myers, «NATO Allies Oppose Bush on Georgia and Ukraine», *The New York Times*, 3 de abril de 2008.

49. *Ibid*.

50. C. Rice, *No Higher Honor: A Memoir of My Years in Washington* (Nueva York, Broadway Books, 2011), p. 422.

51. J. Mearsheimer, «How the West Caused the Ukraine Crisis», *Foreign Affairs* (agosto de 2014).

52. R. Youngs, *Europe's Eastern Crisis* (Cambridge, Cambridge University Press, 2017), pp. 50-64.

53. R. Peston, «Russia “Planned Wall Street Bear Raid”», *BBC News*, 17 de marzo de 2014.

54. T. Vorobyova, «Russia Will Not Dump Fannie, Freddie Debt: FinMin», *Reuters*, 20 de agosto de 2008.

55. R. Peston, «Russia “Planned Wall Street Bear Raid”».

56. Sobre estos acontecimientos, véase *Independent International Fact-Finding Mission on the Conflict in Georgia Report* (septiembre de 2009).

57. Varvara, «President Medvedev: Events in South Ossetia Show That Russia Is a Force to Be Reckoned With», *Voices from Russia* (6 de septiembre de 2008), https://02varvara.wordpress.com/2008/09/06/president-medvedevevents-in-south-ossetia-show-that-russia-is-a-force-to-be-reckoned-with/

58. «Georgian War Exposes Rift with Russians», *Deutsche Welle*, 15 de agosto de 2008.

59. A. Rahr, *Putin nach Putin* (Múnich, Universitas-Verlag, 2008), p. 269.

60. «Press Conference by President of France Nicolas Sarkozy» (conferencia de prensa en las Naciones Unidas, 23 de septiembre de 2008), http://www.un.org/press/en/2008/080923_Sarkozy.doc.htm

1. El mecanismo descrito brillantemente para Estados Unidos por A. Mian y A. Sufi en *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again* (Chicago, University of Chicago Press, 2014) se aplica en general.

2. Para una descripción de las principales quiebras bancarias, véase Milne, *Fall of the House of Credit*, pp. 195-256.

3. DealBook, «UBS's Hedge Fund: A Post-Mortem», *The New York Times*, 4 de junio de 2007.

4. T. Buck, «National Reputation Hangs on IKB Rescue», *Financial Times*, 2 de agosto de 2007.

5. Roche, *Histoire Secrète*.

6. «BNP Paribas Suspends Funds Because of Subprime Problems», *The New York Times*, 9 de agosto de 2007.

7. Munchau, *The Meltdown Years*, p. 102.

8. Irwin, *The Alchemists*, p. 2.

9. L. Elliott, «Credit Crisis-How It All Began», *The Guardian*, 4 de agosto de 2008.

10. H. S. Scott, *Connectedness and Contagion: Protecting the Financial System from Panics* (Cambridge, MA, MIT Press, 2016).

11. H. S. Shin, «Reflections on Northern Rock: The Bank Run That Heralded the Global Financial Crisis», *Journal of Economic Perspectives*, 23 (2009), pp. 101-119.

12. «Lessons of the Fall», *The Economist*, 18 de octubre de 2007.

13. United States Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report* (Nueva York, PublicAffairs, 2011), p. 283.

14. La importancia de las retiradas masivas en los mercados de repos tripartitos, repos bilaterales y ABCP se debate en G. Gorton y A. Metrick, «Securitized Banking and the Run on Repo», *Journal of Financial Economics*, 104, n.º 3 (2012), pp. 425-451; G. B. Gorton, *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming* (Oxford, Oxford University Press, 2012), pp. 39-40; y A. Krishnamurthy, S. Nagel y D. Orlov, «Sizing Up Repo», *Journal of Finance*, 69, n.º 6 (diciembre de 2014), pp. 2381-2417.

15. G. B. Gorton y A. Metrick, «Who Ran on Repo?» (NBER Working Paper 18455, 2012); T. Adrian y H. Y. Shin, «The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 382 (1 de julio de 2009).

16. Gordon y Metrick, «Securitized Banking and the Run on Repo».

17. L. Ball, «The Fed and Lehman Brothers: Introduction and Summary» (NBER Working Paper 22410, 2016).

18. «Liquidity Management at Lehman Brothers», Lehman Brothers, julio de 2008.

19. A. Copeland, A. Martin y M. Walker, «Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 506, julio de 2011.

20. T. V. Dang, G. Gorton y B. Holmstrom, «Haircuts and Repo Chains», documento de trabajo, 17 de octubre de 2013.

21. Ball, «The Fed and Lehman Brothers», p. 37.

22. El análisis más documentado sobre el desastre de AIG es Congressional Oversight Panel, «The AIG Rescue, Its Impact on Markets, and the Government's Exit Strategy», *June Oversight Report*, 10 de junio de 2010.

23. G. Morgenson y L. Story, «Testy Conflict with Goldman Helped Push A.I.G. to Edge», *The New York Times*, 6 de febrero de 2010.

24. *Ibid*; https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/ fcic-testimony/ 2010-0701-Goldman-AIG-Collateral-Call-timeline.pdf

25. P. E. McCabe, «The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises» (FEDS Working Paper 2010-51, 12 de septiembre de 2010).

26. M. T. Kacperczyk y P. Schnabl, «How Safe Are Money Market Funds?», *Quarterly Journal of Economics*, 128 (2013), pp. 1073-1122.

27. Board of Trustees of the Primary Fund-In Liquidation, «Additional Information Regarding Primary Fund-In Liquidation», 23 de septiembre de 2014.

28. Gorton y Metrick, «Securitized Banking and the Run on Repo».

29. La versión oficial de Goldman para justificarse se apresura a añadir que era producto de las nuevas normas de contabilidad autoimpuestas. Al día siguiente, el fondo aumentó a 89.000 millones de dólares, pero aun así era un 20% inferior que solo unos días antes. http://www.goldmansachs.com/media-rela tions/in-the-news/archive/response-to-fcic-folder/gs-liquidity.pdf

30. P. Krugman, *End This Depression Now!* (Nueva York, W. W. Norton, 2012), p. 115. [Trad. ¡*Acabad ya con esta crisis*!, Crítica, 2012.]

31. V. Ivashina y E. Scharfstein, «Bank Lending During the Financial Crisis of 2008», *Journal of Financial Economics*, 97 (2010), pp. 319-338.

32. P. McGuire y G. von Peter, «The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response» (BIS Working Paper 291, octubre de 2009).

33. Transcripción de la reunión del FMOC, 16 de septiembre de 2008.

34. A. R. Sorkin, *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System-and Themselves* (Nueva York, Penguin, 2010), pp. 1-2.

35. https://www.juliusbaer.com/files/user_upload/your-private-bank/in vestment-excellence/research/european-wealth-report/documents/Wealth_Re port_Europe.pdf

36. ING Economic and Financial Analysis, «Household Wealth in Europe: Post-Crisis Recovery Leaves Big Differences Between Countries and Households», 18 de enero de 2016.

37. R. Lydon y T. McIndoe-Calder, «The Great Irish (De)Leveraging 2005-14», Irish Economic Analysis Division Central Bank of Ireland, marzo de 2017.

38. P. K. Brooks, «IMF Survey: Households Hit Hard by Wealth Losses», *World Economic Outlook*, IMF Research Department, 24 de junio de 2009.

39. US Department of Treasury, «The Financial Crisis Response: In Charts», abril de 2012.

40. «The Cost of the Crisis: $20 Trillion and Counting», *Better Markets*, julio de 2015.

41. A. Bangalore, «US Housing Market: Share of Underwater Homes Trending Down», *Market Oracle*, 13 de julio de 2012, http://www.marketoracle. co.uk/Article35579.html

42. E. Wolff, «The Asset Price Meltdown and the Wealth of the Middle Class», *US2010: Discover America in a New Century*, mayo de 2013.

43. State of Working America, «African Americans», Economic Policy Institute (ND), http://www.stateofworkingamerica.org/fact-sheets/african-americans./

44. D. G. Bocian, W. Li y K. Ernst, «Foreclosures by Race and Ethnicity: The Demographics of a Crisis», Center for Responsible Lending Research, 18 de junio de 2010.

45. M. Hall, K. Crowder y A. Spring, «Neighborhood Foreclosures, Racial/ Ethnic Transitions, and Residential Segregation», *American Sociological Review*, 80.3 (2015), pp. 526-549.

46. Mian y Sufi, *House of Debt*, p. 38.

47. Brooks, «IMF Survey».

48. «The Bankruptcy of General Motors: A Giant Falls», *The Economist*, 4 de junio de 2009.

49. K. Hill, D. Menk, J. Cregger y M. Schultz, *Contribution of the Automotive Industry to the Economies of All Fifty States and the United States* (Ann Arbor, MI, Center for Automotive Research, 2015).

50. «The Crisis in the Car Industry: No Opel, No Hope», *The Economist*, 5 de marzo de 2009.

51. B. Deilus, «Economic Performance of Mexico and South Korea After 2008 Crisis» (2015), http://www.boeckler.de/pdf/v_2015_10_23_desilus.pdf; M. A. Villarreal, *The Mexican Economy After the Global Financial Crisis*, Congressional Research Service, 16 de septiembre de 2010.

52. J. Sidaoui, M. Ramos-Francia y G. Cuadra, «The Global Financial Crisis and Policy Response in Mexico», (*BIS Papers*, 54, 2010).

53. «75 Years of Toyota», http://www.toyota-global.com/company/history_of_toyota/75years/index.html

54. M. Fackler, «Toyota Expects Its First Loss in 70 Years», *The New York Times*, 22 de diciembre de 2008.

55. M. Sommer, «Why Has Japan Been Hit So Hard by the Global Recession?», IMF Staff Position Note, 18 de marzo de 2009.

56. K. Otsuka, «Resurgent Hitachi Goes Global After Painful Reforms», *Japan Times*, 28 de mayo de 2015.

57. «Japan’s Electronics Giants: Unplugged», *Economist*, 5 de febrero de 2009.

58. R. Baldwin, ed., *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects* (VoxEU, 2009), p. 58, http://voxeu.org/content/great-trade-co llapse-causes-consequences-and-prospects

59. K. Hopkins, «German Economy Suffered Worst Postwar Slump in 2009», *The Guardian*, 13 de enero de 2010.

60. H. Comert y S. Colak, «The Impacts of the Global Crisis on the Turkish Economy and Policy Responses», *Economic Research Center,* diciembre de 2014.

61. M. Yalçin, «Evaluation of the 2008 Global Financial Crisis' Effects on Turkish Economy: Is It Tangential?», 15 de mayo de 2012, https://www.academia.edu/1564330/Effect_of_2008_Global_Financial_Crisis_over_Turkey

62. Baldwin, *Great Trade Collapse*.

63. H. Hakimian y N. Dhillon, «Global Economic Crisis: A Catalyst for Change in Saudi Arabia?», Brookings Institution, 25 de febrero de 2009.

64. R. Wigglesworth, «Gulf Bank Chief Quits as Kuwait Crisis Deepens», *Financial Times*, 28 de octubre de 2008.

65. A. Hanieh, *Capitalism and Class in the Gulf Arab States* (Nueva York, Palgrave Macmillan, 2011).

66. P. Lewis, «Dubai’s Six-Year Building Boom Grinds to Halt as Financial Crisis Takes Hold», *The Guardian*, 13 de febrero de 2009.

67. International Labour Office, «Global Employment Trends 2011: The Challenge of a Jobs Recovery».

68. Clark, *Hard Times*, pp. 41-67.

69. International Labour Office, «Global Employment Trends 2011».

70. M. Holder, «Unemployment in New York City During the Recession and Early Recovery: Young Black Men Hit the Hardest», Community Service Society, diciembre de 2010.

71. F. Cai y K. W. Chan, «The Global Economic Crisis and Unemployment in China», *Eurasian Geography and Economics*, 50, n.º 5 (2009), pp. 513-531. Para un intento opuesto de calcular el desempleo mundial, véase International Labour Office, «Global Employment Trends 2011» (Ginebra, ILO, 2011).

72. P. Krugman, «The Great Recession Versus the Great Depression», *The New York Times*, 20 de marzo de 2009.

73. B. Eichengreen y K. O'Rourke, «Tale of Two Depressions: What Do the New Data Tell Us?», *CEPR*, 8 de marzo de 2010.

74. Sorkin, *Too Big to Fail*, *p.* 417.

75. M. Taibbi, «Secrets and Lies of the Bailout», *Rolling Stone,* 4 de enero de 2013.

76. A. Sorkin, D. Henriques, E. Andrews y J. Nocera, «As Credit Crisis Spiraled, Alarm Led to Action», *The New York Times*, 1 de octubre de 2008.

77. C. Borio, «Capital Flows and the Current Account: Taking Financing (More) Seriously», (BIS Working Paper 525, 2015).

78. Bernanke, *The Courage to Act*, p. 386.

79. M. Egan, «2008: Worse Than the Great Depression?», *CNN Money*, 27 de agosto de 2014.

80. Bernanke, *Courage to Act*, pp. 386, 561.

81. *Ibid*, p. 561.

82. Geithner, *Stress Test*, p. 200.

83. La retórica de la «securitización» como estrategia de gobierno la ha analizado de manera productiva la Escuela de Copenhague de estudios de seguridad encabezada por B. Barzun y O. Waeve. Para análisis críticos, véase H. Stritzel, «Towards a Theory of Securitization: Copenhagen and Beyond», *European Journal of International Relations*, 13.3 (2007), pp. 357-383; y M. McDonald, «Securitization and the Construction of Security», *European Journal of International Relations*, 14.4 (2008), pp. 563-587.

84. Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 417.

85. J. Gerth, «Paulson Book: Behind the Scenes, GE's Top Exec Confided Credit Woes», *ProPublica*, 5 de febrero de 2010; y B. Condon y N. Vardi, «Harvard: The Inside Story of Its Finance Meltdown», *Forbes*, 26 de febrero de 2009.

86. La pregunta formulada más enérgicamente por Mian y Sufi, *House of Debt*.

1. M. Wolf, «The Rescue of Bear Sterns Marks Liberalisation's Limit», *Financial Times*, 25 de marzo de 2008.

2. Para comparaciones opuestas, véase P. Culpepper y R. Raphael, «Structural Power and Bank Bailouts in the United Kingdom and the United States», *Politics and Society*, 42 (2014), pp. 427-454; C. Woll, *The Power of Inaction: Bank Bailouts in Comparison* (Ithaca, NY, Cornell University Press, 2014); y el simposio sobre el poder financiero en *Accounting, Economics and Law*, 6, n.º 1 (2016).

3. Swiss National Bank, *Financial Stability Report* (2009); y Zaki, *UBS*, pp. 184-190.

4. T. Geithner, «Reflections on the Asian Financial Crises», Trends in Asian Financial Sectors Conference, Federal Reserve Bank of San Francisco, 20 de junio de 2007.

5. J. Schildbach, «Bank Performance in the US and Europe: An Ocean Apart», Deutsche Bank, 26 de septiembre de 2013.

6. US Department of the Treasury, «The Financial Crisis Response: In Charts», abril de 2012.

7. Sobre la legitimidad e ilegitimidad de la adhocracia, véase P. A. Wallach, *To the Edge: Legality, Legitimacy, and the Responses to the 2008 Financial Crisis* (Washington, D.C., Brookings, 2015).

8. Bernanke, *Courage to Act*, p. 432.

9. F. Norris, «3 Major Banks Offer Plan to Calm Debts in Housing», *The New York Times*, 16 de octubre de 2007.

10. D. Berman, «A Bailout for Citigroup?», *Deal Journal* (blog), *The Wall Street Journal*, 14 de octubre de 2007.

11. A. Barr, «HSBC's Bailout Puts Pressure on Citi, "Superfund"», *MarketWatch*, 26 de noviembre de 2007; D. Wilchin, «HSBC Is Not Interested in SIV Bailout Fund», *Reuters*, 26 de noviembre de 2007; y S. Jones, «SIV Watch: Superfund Not So Super», *Financial Times*, 6 de diciembre de 2007.

12. I. Fallon, *Black Horse Ride: The Inside Story of Lloyds and the Banking Crisis* (Londres, Robson Press, 2015).

13. A. Nolting, «German Banking Gets Boost from Mega-Merger», *Der Spiegel*, 1 de septiembre de 2008.

14. K. Kelly, *Street Fighters: The Last 72 Hours of Bear Stearns, the Toughest Firm on Wall Street* (Nueva York, Portfolio, 2009). Para un análisis desde dentro del Tesoro de Paulson, véase P. Swagel, «The Financial Crisis: An Inside View», *Brookings Papers on Economic Activity* (primavera de 2009), pp. 1-63.

15. Sobre la invocación del 13(3), véase Wallach, *To the Edge*, pp. 46-49.

16. P. Coy, «Volcker Shuns the Blame Game», *Bloomberg Businessweek*, 10 de abril de 2008, https://www.bloomberg.com/news/articles/2008-04-10/ volcker-shuns-the-blame-gamebusinessweek-business-news-stock-market-andfinancial-advice

17. W. Poole, «Moral Hazard: The Long-Lasting Legacy of Bailouts», *Financial Analysts Journal*, 65, n.º 6 (2009), pp. 17-23; J. H. Cochrane, «Lessons from the Financial Crisis», Hoover Institution, 11 de enero de 2010; y V. Reinhart, «A Year of Living Dangerously: The Management of the Financial Crisis in 2008», *Journal of Economic Perspectives*, 25 (2011), pp. 71-90.

18. W. S. Frame, «The 2008 Federal Intervention to Stabilize Fannie Mae and Freddie Mac» (Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2009-13, abril de 2009); y W. S. Frame, A. Fuster, J. Tracy y J. Vickery, «The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 719 (marzo de 2015).

19. B. Setser, «Too Chinese (and Russian) to Fail?».

20. T. Ferguson y R. Johnson, «Too Big to Bail: The "Paulson Put", Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown: Part 1: From Shadow Financial System to Shadow Bailout», *International Journal of Political Economy*, 38 (2009), pp. 3-34.

21. Swagel, «The Financial Crisis».

22. Paulson, *On the Brink*, p. 151.

23. D. W. Drezner, «Bad Debts: Assessing China's Financial Influence in Great Power Politics», *International Security*, 34 (2009), p. 34.

24. Peston, «Russia “Planned Wall Street Bear Raid”».

25. Paulson, *On the Brink*, p. 152.

26. *Ibid*, p. 153.

27. C. Hulse, «Behind a G.O.P. Revolt, Ideology and Politics», *The New York Times*, 26 de julio de 2008.

28. G. Farrell, *Crash of the Titans: Greed, Hubris, the Fall of Merrill Lynch, and the Near-Collapse of Bank of America* (Nueva York, Crown Business, 2010).

29. Sorkin, *Too Big to Fail*, p. 348.

30. Ball, «The Fed and Lehman Brothers».

31. Geithner, *Stress Test*, p. 190. La mejor defensa académica de la posición de Paulson, Geithner y Bernanke es W. Cline y J. Gagnon, «Lehman Died, Bagehot Lives: Why Did the Fed and Treasury Let a Major Wall Street Bank Fail?», Peterson Institute for International Economics n.º PB13-21, 2013.

32. Bernanke, *Courage to Act*, p. 288.

33. *The Wall Street Journal staff*, «Barney Frank Celebrates Free Market Day», *The Wall Street Journal,* 17 de septiembre de 2008.

34. Swagel, «Financial Crisis», p. 41.

35. Editorial, «Wall Street Casualties», *The New York Times*,15 de septiembre de 2008.

36. Editorial, «Wall Street Reckoning», *The Wall Street Journal*, 15 de septiembre de 2008.

37. Geithner, *Stress Test*, p. 190.

38. T. Ferguson y R. Johnson, «Too Big to Bail», pp. 5-45; y Ball, «The Fed and Lehman Brothers».

39. A. Darling, *Back from the Brink: 1000 Days at Number 11* (Londres, Atlantic Books, 2011), pp. 121-122.

40. Para esta parte y lo que sigue, véase Congressional Oversight Panel, «The AIG Rescue, Its Impact on the Markets and the Government's Exit Strategy».

41. Swagel, «The Financial Crisis», pp. 1-63.

42. R. Sidel, D. Enrich y D. Fitzpatrick, «WaMu Is Seized, Sold Off to J.P. Morgan, in Largest Failure in US Banking History», *The Wall Street Journal*, 26 de septiembre de 2008.

43. «Text of Draft Proposal for Bailout Plan», *The New York Times*, 20 de septiembre de 2008.

44. Sobre el memorándum, véase N. Kashkari y P. Swagel, «“Break the Glass” Bank Recapitalization Plan», US Treasury Department; y Sorkin, *Too Big to Fail*, capítulo 5, http://www.andrewrosssorkin.com/?p=368

45. Swagel, «The Financial Crisis».

46. P. Mason, *Meltdown: The End of the Age of Greed* (Londres, Verso, 2009), p. 22.

47. M. Landler y S. L. Myers, «Buyout Plan for Wall Street Is a Hard Sell on Capitol Hill», *The New York Times*, 23 de septiembre de 2008.

48. C. Isidore, «Bailout Plan Under Fire», *CNN Money*, 23 de septiembre de 2008.

49. G. Robinson, «Never Underestimate the Power of Populist Scare-Mongering», *Financial Times*, 30 de septiembre de 2008.

50. «Bernanke, Paulson Face Skeptics on the Hill Despite Dire Warnings», *The Wall Street Journal*, 24 de septiembre de 2008.

51. Citado en Wallach, *To the Edge*, p. 85.

52. W. Buiter, «The Paulson Plan: A Useful First Step but Nowhere Near Enough», *CEPR*, 25 de septiembre de 2008, http://voxeu.org/article/paulsonplan-useful-first-step-nowhere-near enough

53. Mason, *Meltdown*, p. 33.

54. R. Suskind, *Confidence Men: Wall Street, Washington, and the Education of a President* (Nueva York, HarperPerennial, 2011); C. Gasparino, *Bought and Paid For: The Unholy Alliance Between Barack Obama and Wall Street* (Nueva York, Portfolio, 2010); y R. Kuttner, *A Presidency in Peril* (White River Junction, VT, Chelsea Green Publishing, 2010).

55. C. Hulse, «Conservatives Viewed Bailout Plan as Last Straw», *The New York Times*, 26 de septiembre de 2008.

56. Paulson, *On the Brink*, p. 288; y Bernanke, *Courage to Act*, p. 320.

57. M. Langley, «As Economic Crisis Peaked, Tide Turned Against McCain», *The Wall Street Journal,* 5 de noviembre de 2008.

58. H. M. Paulson, «When Mr. McCain Came to Washington», *The Wall Street Journal*, 6 de febrero de 2010.

59. C. Hulse y D. Herszenhorn, «Defiant House Rejects Huge Bailout; Next Step Is Uncertain», *The New York Times,* 29 de septiembre de 2008.

60. A. Twin, «Stocks Crushed», *CNN Money*, 29 de septiembre de 2008.

61. L. Elliot, J. Treanor, P. Wintour y S. Goldenberg, «Bradford & Bingley: Another Day, Another Bail-out», *The Guardian*, 28 de septiembre de 2008.

62. Y. Melin y P. Billiet, «Le scandale Fortis, une histoire belge», *La Revue*, 16 de enero de 2009.

63. C. Schömann-Finc, «Skandalbank HRE: Wie Ackermann Merkel in der Rettungsnacht über den Tisch zog», *Focus Money*, 16 de septiembre de 2013.

64. F. O'Toole, *Ship of Fools: How Stupidity and Corruption Sank the Celtic Tiger* (Londres, Faber & Faber, 2009).

65. S. Carswell, *Anglo Republic: Inside the Bank That Broke Ireland* (Londres, Penguin, 2011).

66. Darling, *Back from the Brink*, p. 143.

67. *Ibid*, p. 144.

68. Gammelin y Löw, *Europas Strippenzieher*, p. 59.

69. L. Phillips, «France and Germany at Odds over EU “Paulson Plan”», *EU Observer*, 2 de octubre de 2008.

70. E. Cody y K. Sullivan, «European Leaders Split on Rescue Strategy», *The Washington Post*, 3 de octubre de 2008.

71. Munchau, *Meltdown Years*, p. 136.

72. DPA, «Banken fordern Hilfe von der EU: Deutsche Banker warnen vor einem europäischen “Flickenteppich”», *Zeit Online,* 2 de octubre de 2008.

73. D. Gow, «Greece’s Deposit Guarantee Deepens EU Financial Rift», *The Guardian*, 2 de octubre de 2008.

74. G. Brown, *Beyond the Crash* (Nueva York, Free Press, 2010), ubicación Kindle 924.

75. A. Seldon y G. Lodge, *Brown at 10* (Londres, Biteback Publishing, 2011), nota 148, ubicaciones Kindle 5686-5688.

76. C. Bastasin, *Saving Europe: Anatomy of a Dream* (Washington, D.C., Brookings, 2015), p. 15.

77. Gammelin y Löw, *Europas Strippenzieher*.

78. Deutscher Bundestag 16. Wahlperiode, Beschlussempfehlung und Bericht des 2. Untersuchungsausschusses nach Artikel 44 des Grundgesetzes Drucksache 16/14000 (Berlín, 2009).

79. D. Goffart, *Steinbrück-Die Biografie* (Múnich, Heyne, 2012), p. 191.

80. Seldon, *Brown at 10*, ubicaciones Kindle 5706-5710.

81. Paulson, *On the Brink*, pp. 332-333.

82. A. Smith y M. Arnold, «Here Is the Big Reason Banks Are Safer Than a Decade Ago», *Financial Times,* 22 de agosto de 2017.

83. R. Perman y A. Darling, *Hubris: How HBOS Wrecked the Best Bank in Britain* (Edimburgo, Birlinn, 2012).

84. Seldon, *Brown at 10*, ubicaciones Kindle 6856-6861.

85. FSA, «The Failure of the Royal Bank of Scotland», *Financial Services Board Report* (diciembre de 2011); Schelkle, *The Political Economy of Monetary Solidarity*, p. 171.

86. D. Lin, «Bank Recapitalizations: A Comparative Perspective», *Harvard Journal on Legislation*, 50 (2013), pp. 513-544.

87. C. Binham, «Barclays and Former Executives Charged with Crisis - Era Fraud», *Financial Times*, 20 de junio de 2017.

88. P. Krugman, «Gordon Does Good», *The New York Times*, 12 de octubre de 2008.

89. D. Wessel, *In Fed We Trust, Ben Bernanke's War on the Great Panic* (Nueva York, Crown, 2009), p. 235.

90. Darling, *Back from the Brink*, p. 192 (edición de Kindle).

91. Seldon, *Brown at 10*, ubicación Kindle 5946.

92. A. Sutton, K. Lannoo y C. Napoli, *Bank State Aid in the Financial Crisis: Fragmentation or Level Playing Field?* (Bruselas, CEPS, 2010).

93. G. Brown, *Beyond the Crash: Overcoming the First Crisis of Globalization* (Nueva York, Free Press, 2010), ubicaciones Kindle 1125-1128.

94. N. Clark y D. Jolly, «French Bank Says Rogue Trader Lost $7 Billion», *The New York Times*, 25 de enero de 2008.

95. Resumen de las importantes conclusiones de C. Woll, *The Power of Inaction.* Véase también E. Grossman y C. Woll, «Saving the banks: The political economy of bailouts», *Comparative Political Studies*, 47.4 (2014), pp. 574-600.

96. Sobre la política de los rescates alemanes, véase L. Müller, *Bank-Räuber: Wie kriminelle Manager und unfähige Politiker uns in den Ruin treiben* (Berlín, Econ Verlag, 2010).

97. T. Braithwaite, K. Scannell y M. Mackenzie, «Deutsche Bank Whistleblower Spurns Share of $16.5m SEC Award», *Financial Times*, 18 de agosto de 2016.

98. *Spiegel* staff, «Germany's Faltering Bank Bailout Program: The Bottomless Pit-Part II: A Waste of Taxpayers' Money», *Der Spiegel,* 23 de diciembre de 2008.

99. Taibbi, «Secrets and Lies of the Bailout».

100. Paulson, *On the Brink*, p. 333.

101. Reuters staff, «Paulson Gave Banks No Choice on Government Stakes: Memos», *Reuters*, 13 de mayo de 2009.

102. Wessel, *In Fed We Trust*, p. 240; y Paulson, *On the Brink*, p. 365.

103. Kuttner, *Presidency in Peril*, p. 121.

104. Gammelin y Löw, *Europas Strippenzieher*, p. 57.

105. Para una descarada celebración de Carl Schmitt, véase E. Posner y A. Vermeule, *The Executive Unbound: After the Madisonian Republic* (Oxford. Oxford University Press, 2011). Para Schmitt sobre la emergencia económica, véase W. E. Scheuerman, «The Economic State of Emergency», *Cardozo Law Review*, 21 (1999), p. 1869.

106. Sobre la dificultad para ubicar la soberanía incluso cuando se declara el estado de excepción, véase J. White, «Emergency Europe», *Political Studies*, 63.2 (2015), 300-318.

107. P. Swagel, «The Financial Crisis», pp. 1-78.

108. S. M. Davidoff Solomon, «Uncomfortable Embrace: Federal Corporate Ownership in the Midst of the Financial Crisis», *Minnesota Law Review*, 95 (2011), pp. 1733-1778.

109. En el caso del Reino Unido, la gestión de los nuevos activos bancarios adquiridos por el Estado se encargó a un organismo apolítico, el UK Financial Investments Ltd, para que los mantuviera alejados del Tesoro. P. Burnham, «Depoliticisation: Economic Crisis and Political Management», *Policy & Politics*, 42.2 (2014), pp. 189-206.

110. P. Veronesi y L. Zingales, «Paulson’s Gift» (NBER Working Paper 15458, octubre de 2009).

111. Lin, «Bank Recapitalizations», pp. 513-544.

112. Bair, *Bull by the Horns*, ubicaciones Kindle 142-143.

113. Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program, «Extraordinary Financial Assistance Provided to Citigroup, Inc.», Washington D. C., Office of SIGTARP, 13 de enero de 2011.

114. B. Bernanke, «Acquisition of Merrill Lynch by Bank of America», Congressional Committee on Oversight and Government Reform, 25 de junio de 2009. BofA no activó el restrictivo acuerdo de protección contra pérdidas. Kuttner, *Presidency in Peril*, pp. 144-146.

115. D. Dayen, «The Most Important WikiLeaks Revelation Isn’t About Hillary Clinton», *New Republic*, 14 de octubre de 2016; J. Podesta, «Fw: Huffpost: The Obama Test: Personnel Is Policy», WikiLeaks, *Podesta Emails*, 25 de octubre de 2008.

116. C. Rampell, «Christina D. Romer», *The New York Times*, 25 de noviembre de 2008.

117. Para un devastador reportaje, véase M. Taibbi, «Obama's Big Sellout: The President Has Packed His Economic Team with Wall Street Insiders», *Common Dreams*, 13 de diciembre de 2009.

1. Gillian Tett, «ECB injects €95bn to Help Markets», *Financial Times*, 9 de agosto de 2007.

2. Irwin, *The Alchemists*, pp. 43-73.

3. McGuire y Von Peter, «The US Dollar Shortage».

4. N. Baba y F. Packer, «From Turmoil to Crisis: Dislocations in the FX Swap Market Before and After the Failure of Lehman Brothers» (BIS Working Paper 285, julio de 2009).

5. Transcripción de la reunión del FOMC, 16 de septiembre de 2008.

6. W. A. Allen y R. Moessner, «Central Bank Co-operation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008-9» (BIS Working Paper 310, mayo de 2010).

7. M. Obstfeld, J. C. Shambaugh y A. M. Taylor, «Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008», (NBER Working Paper 14826, enero de 2009).

8. R. Marino y U. Volz, «A Critical Review of the IMF's Tools for Crisis Prevention» (*DIE Discussion Paper*, abril de 2012).

9. Transcripción de la reunión del FOMC, 28-29 de octubre de 2008.

10. Wessel, *In Fed We Trust*, p. 140.

11. J. L. Broz, «The Federal Reserve as Global Lender of Last Resort, 20072010», International Political Economy Society, Universidad de Virginia, 9-10 de noviembre de 2012.

12. T. Adrian y H. S. Shin, «Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism», *International Journal of Central Banking*, 5, n.º 4 (2009), pp. 131-142.

13. L. Randall Wray, «Bernanke's Obfuscation Continues: The Fed's $29 Trillion Bail-Out Of Wall Street», *Huffington Post*, 14 de diciembre de 2011.

14. Una referencia útil es James Felkerson, «$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Bailout by Funding Facility and Recipient», Levy Economics Institute (Working Paper 698, diciembre de 2011).

15. A. Berger, L. K. Black, C. H. Bouwman y J. Dlugosz, «Bank Loan Supply Responses to Federal Reserve Emergency Liquidity Facilities», *Journal of Financial Intermediation*, 32 (octubre de 2017), pp. 1-15.

16. E. Benmelech, «An Empirical Analysis of the Fed's Term Auction Facility» (CATO Papers on Public Policy, Working Paper 18304, 2012), pp. 57-91.

17. T. Adrian, C. R. Burke y J. J. McAndrews, «The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility», *Current Issues in Economics and Finance*, 15, n.º 4 (2009), p. 1.

18. M. D. Bordo, O. F. Humpage y A. J. Schwartz, «The Evolution of the Federal Reserve Swap Lines Since 1962», *IMF Economic Review*, 63, n.º 2 (2015), pp. 353-372. Sobre la evolución de Estados Unidos como prestamista mundial de último recurso desde los años sesenta, véase D. McDowell, *Brother Can You Spare a Billion? The United States, the IMF, and the International Lender of Last Resort* (Oxford, Oxford University Press, 2016).

19. Reunión del FOMC, 28-29 de octubre de 2008, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081029meeting.pdf

20. Tal vez el primer analista externo en comprender su importancia fue P. Mehrling, «Understanding the Fed's Swap Line», *Financial Times*, 18 de noviembre de 2008, http://blogs.ft.com/economistsforum/2008/11/254/. Le siguieron M. Obstfeld, J. C. Shambaugh y A. M. Taylor, «Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008», *American Economic Review*, 99 (2009), pp. 480-486; D. McDowell, «The US as "Sovereign International Last-Resort Lender": The Fed's Currency Swap Programme During the Great Panic of 2007-09», *New Political Economy*, 17.2 (2012), pp. 157-178; J. L. Broz, «The Politics of Rescuing the World's Financial System: The Federal Reserve as a Global Lender of Last Resort» (20 de noviembre de 2014), *Korean Journal of International Studies* ,13 (agosto de 2015), pp. 323-351.

21. Para un ejemplo reciente, véase «US Dollar-British pounds swap agreement», 16 de enero de 2014, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/ markets/USD_Pound_swap_agreement.pdf

22. Wessel, *In Fed We Trust*, p. 141.

23. Conferencia telefónica, FOMC, 7 de octubre de 2009, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081007confcall.pdf

24. Conferencia telefónica, FOMC, 6 de diciembre de 2007, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20071206confcall.pdf

25. Helleiner, *Status Quo Crisis*, p. 36.

26. Reunión del FOMC, 28-29 de octubre de 2008.

27. Los catorce fueron el BCE, Banco Nacional Suizo, Banco de Japón, Banco de Inglaterra, Banco de Canadá, Banco de Reserva de Australia, Sveriges Riksbank, Banco Central de Noruega, Banco Nacional de Dinamarca, Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, Banco Central de Brasil, Banco de México, Banco de Corea y la Autoridad Monetaria de Singapur. Véase M. J. Fleming y N. J. Klagge, «The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines», *Current Issues in Economics and Finance*, 16 n.º 4 (2010), p. 1.

28. Irwin, *The Alchemists*, p. 169.

29. «No One Telling Who Took $586 Billion in Swaps with Fed Condoning Anonymity», *Bloomberg*, 11 de diciembre de 2011; y «Alan Grayson & Ben Bernanke», CSPAN, 21 de julio de 2009, https://www.youtube.com/watch?v= n0NYBTkE1yQ

30. Reunión del FOMC, 28-29 de octubre de 2008.

31. Irwin, *The Alchemists*, p. 154.

32. K. Karlson, «Checks and Balances: Using the Freedom of Information Act to Evaluate the Federal Reserve Banks», *American University Law Review*, 60 (2010), p. 213.

33. J. Anderlini, «China Calls for a New Reserve Currency», *Financial Times*, 23 de marzo de 2009; y UN, «Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System», Nueva York, 2009.

34. J. Steele, «I’m a Young President, Don’t Try to Label Me», *The Guardian*, 2 de julio de 2008.

35. B. Benoit, «Germany Sees an End to US Hegemony», *Financial Times*, 26 de septiembre de 2008.

36. L. Phillips, «US Laissez-Faire to Battle European “Social Market” at G20», *EUObserver*, 14 de noviembre de 2008, https://euobserver.com/foreign/27114

37. Entrevista del autor.

1. B. Setser, «Where Is My Swap Line? And Will the Diffusion of Financial Power Balkanize the Global Response to a Broadening Crisis?», 18 de octubre de 2008, https://www.cfr.org/blog/where-my-swap-line-and-will-diffusionfinancial-power-balkanize-global-response-broadening

2. Reunión del FOMC, 28-29 de octubre de 2008.

3. M. J. Burrows y J. Harris, «Revisiting the Future: Geopolitical Effects of the Financial Crisis», *Washington Quarterly*, 32, n.º 2 (2009), pp. 27-38.

4. Conferencia de prensa, 14 de noviembre de 2008, http://discours.viepublique.fr/notices/087003590.html

5. V. Feklyunina y S. White, «Discourses of “Krizis”: Economic Crisis in Russia and Regime Legitimacy», *Journal of Communist Studies and Transition Politics*, 27 (2011), pp. 385-406.

6. N. Robinson, «Russia's Response to Crisis: The Paradox of Success», https://www.academia.edu/2125038/Russia_s_Response_to_Crisis_The_Para dox_of_Success?auto=download

7. S. Guriev y A. Tsyvinski, «Challenges Facing the Russian Economy After the Crisis», en A. Åslund, S. Guriev y A. Kuchins (eds.), *Russia After the Global Economic Crisis* (Nueva York, Columbia University, 2010), pp. 9-38.

8. L. Harding, «Russia’s Oligarchs Lose 70% of Their Wealth in a Year», *The Guardian*, 17 de abril de 2009.

9. World Bank in Russia, *Russia Economic Report* 18 (marzo de 2009).

10. A. E. Kramer, «A $50 Billion Bailout in Russia Favors the Rich and Connected», *The New York Times*, 30 de octubre de 2008.

11. S. Johnson, «The Quiet Coup», *The Atlantic*, 1 de mayo de 2009, p. 1.

12. C. G. Gaddy y B. W. Ickes, «Russia After the Global Financial Crisis», *Eurasian Geography and Economics*, 51, n.º 3 (2010), pp. 281-311.

13. J. Conrad, «Russia in the Financial Crisis and Beyond», Deutsche Bank Research, 11 de diciembre de 2009.

14. «The Financial Crisis in Russia», Stratfor, 28 de octubre de 2008, https://www.stratfor.com/analysis/financial-crisis-russia

15. World Bank in Russia, *Russian Economic Report*, 17 (noviembre de 2008).

16. S. Crowley, «Monotowns and the Political Economy of Industrial Restructuring in Russia», *Post-Soviet Affairs* 32, n.º 5 (2016), pp. 397-422.

17. J. Jungmann y B. Sagemann, eds., *Financial Crisis in Eastern Europe: Road to Recovery* (Wiesbaden, Gabler, 2011), p. 433.

18. M. Korostikov, «Russia and China: Against the Storm», *Journal of Communist Studies and Transition Politics*, 27, n.º 3-4 (2011), pp. 605-631.

19. Gaddy e Ickes, «Russia After the Global Financial Crisis», pp. 281-311.

20. *Russian Analytical Digest*, 63 (7 de julio de 2009), http://www.laenderanalysen.de/russland/rad/pdf/Russian_Analytical_Digest_63.pdf

21. S. Fortescue, «Putin in Pikalevo: PR or Watershed?», *Australian Slavonic and East European Studies*, 23, n.º 1-2 (2010), pp. 19-38.

22. Sakwa, *The Crisis of Russian Democracy*, pp. 332-341.

23. D. Medvedev, «Go Russia!», 10 de septiembre de 2009, http://en.kremlin.ru/events/president/news/5413

24. D. Medvedev, «Speech at Meeting of Council of Legislators», 28 de diciembre de 2009, http://en.kremlin.ru/events/president/transcripts/6497

25. P. P. Pan, «Medvedev Calls for Economic Changes», *The Washington Post*, 13 de noviembre de 2009.

26. Para un útil análisis que hace hincapié en la diversidad en la región, véase E. Berglöf, Y. Korniyenko, J. Zettelmeyer y A. Plekhanov, «Understanding the Crisis in Emerging Europe», European Bank for Reconstruction and Development (Working Paper n.º 109, 2009).

27. Danske Bank Research, «Euro Area: Exposure to the Crisis in Central and Eastern Europe», 24 de febrero de 2009.

28. EBRD Transition Report 2015-2016 (Londres, EBRD, 2016), p. 12.

29. I. Kaminska, «The EE Mortgage», *Financial Times*, 24 de octubre de 2008.

30. L. Thomas Jr., «Politics Add to Economic Turmoil in Hungary», *The New York Times*, 1 de abril de 2009.

31. Reunión del FOMC, 28-29 de octubre de 2008.

32. *Ibid*.

33. S. Vallée, «Behind Closed Doors at the ECB», *Financial Times*, 30 de marzo de 2010.

34. R. A. Auer, S. Kraenzlin y D. Liebeg, «How Do Austrian Banks Fund Their Swiss Franc Exposure?», *Austrian National Bank Financial Stability Report* (2012), pp. 54-61.

35. L. Andor, «Hungary in the Financial Crisis: A (Basket) Case Study», *Journal of Contemporary Central and Eastern Europe*, 17, n.º 3 (2009), pp. 285296; L. Calmfors *et al*., «The Hungarian Crisis», *EEAG Report on the European Economy* (2012), pp. 115-130; y T. Egedy, «The Effects of Global Economic Crisis in Hungary», *Hungarian Geographical Bulletin*, 61, n.º 2 (2012), pp. 155-173.

36. S. Lütz y M. Kranke, «The European Rescue of the Washington Consensus? EU and IMF Lending to Central and Eastern European Countries», *Review of International Political Economy*, 21, n.º 2 (2014), pp. 310-338.

37. «Days of New Flats, Cars and Generous State Benefits Over as Currency Collapses», *The Guardian*, 28 de octubre de 2008.

38. J. A. Cordero, «The IMF's Stand-by Arrangements and the Economic Downturn in Eastern Europe: The Cases of Hungary, Latvia, and Ukraine», CEPR, septiembre de 2009.

39. IMF, «Review of Recent Crisis Programs», 14 de septiembre de 2009.

40. L. Barber, C. Giles, S. Wagstyl y T. Barber, «Zoellick Urges EU to Help East Europe», *Financial Times*, 18 de febrero de 2009.

41. «Keep Calm and Carry On», *The Economist*, 19 de febrero de 2009.

42. A. Evans-Pritchard, «Failure to Save East Europe Will Lead to Worldwide Meltdown», *Telegraph*, 14 de febrero de 2009; Z. Kudrna y D. Gabor, «The Return of Political Risk: Foreign-Owned Banks in Emerging Europe», *EuropeAsia Studies*, 65(3) (2013), pp. 548-66.

43. Z. Darvas, «The EU's Role in Supporting Crisis-Hit Countries in Central and Eastern Europe», *Bruegel Policy Contribution* n.º 2009/17, 2009.

44. E. Hugh, «Let the East into the Eurozone Now!», 20 de febrero de 2009, http://fistfulofeuros.net/afoe/let-the-east-into-the-eurozone-now/

45. S. Wagstyl, «IMF Urges Eastern EU to Adopt Euro», *Financial Times*, 5 de abril de 2009.

46. R. De Haas *et al*., «Foreign Banks and the Vienna Initiative: Turning Sinners into Saints?» (IMF Working Paper 12-117, 2012). Berglöf, Korniyenko, Zettelmeyer y Plekhanov defienden la eficacia de la iniciativa en «Understanding the Crisis» y creen que la propiedad transfronteriza de los bancos ayudó a estabilizar el crédito.

47. EBRD, EIB y World Bank, *Final Report on the Joint IFI Action Plan* (marzo de 2011). Según funcionarios del Ministerio de Hacienda alemán, adoptaron medidas en el ámbito nacional para mantener a raya a los prestamistas alemanes.

48. Blustein, *Off Balance*, ubicación Kindle 1816.

49. C. Dougherty, «Sweden Aids Bailout of Baltic Nations», *The New York Times*, 12 de marzo de 2009.

50. «Latvia: Will It Start a Dangerous Domino Effect?», 6 de mayo de 2009, http://www.economonitor.com/analysts/author/mstokes/

51. L. Nyberg, «The Baltic Region in the Shadow of the Financial Crisis», *BIS Review*, 105 (2009); e Y. Koyama, «Economic Crisis in the Baltic States: Focusing on Latvia», *Economic Annals*, 55, n.º 186 (2010), pp. 89-114.

52. A. Evans-Pritchard, «Latvian Debt Crisis Shakes Eastern Europe», *Telegraph*, 3 de junio de 2009.

53. O. J. Blanchard, M. Griffiths y B. Gruss, «Boom, Bust, Recovery: Forensics of the Latvia Crisis», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 (2013), pp. 325-388.

54. Darvas, «The EU’s Role».

55. J. Sommers y C. Woolfson, *The Contradictions of Austerity: The SocioEconomic Costs of the Neoliberal Baltic Model* (Nueva York, Routledge, 2014).

56. J. Brundsen, «Brexit Gives Valdis Dombrovskis Big Sway over Banks», *Financial Times*, 30 de junio de 2016.

57. D. Arel, «Ukraine Since the War in Georgia», *Survival*, 50, n.º 6 (2008), pp. 15-25.

58. A. Mayhew, «The Economic and Financial Crisis: Impacts on an Emerging Economy-Ukraine» (SEI Working Paper 115, 2010).

59. A. Åslund, «Ukraine: Worst Hit by the Financial Crisis», George Washington University, 23 de febrero de 2009, https://www2.gwu.edu/~iiep/assets/ docs/aslund_ukraine_23feb09.pdf

60. A. Åslund, «Ukraine's Financial Crisis, 2009», *Eurasian Geography and Economics*, 50, n.º 4 (2009), pp. 371-386.

61. R. Connolly y N. Copsey, «The Great Slump of 2008-9 and Ukraine's Integration with the European Union», *Journal of Communist Studies and Transition Politics*, 27, n.º 3-4 (2011), pp. 541-565.

62. K. Westphal, «Russian Gas, Ukrainian Pipelines, and European Supply Security: Lessons of the 2009 Controversies», SWP Research Paper, 11 de septiembre de 2009.

63. T. Alloway, «Domino Theory, Eastern Europe Edition», *Financial Times*, 16 de febrero de 2009.

1. A. Tsygankov, «What Is China to Us? Westernizers and Sinophiles in Russian Foreign Policy», *Russia. Nei. Visions*, 45, diciembre de 2009.

2. D. W. Drezner, «Bad Debts: Assessing China's Financial Influence in Great Power Politics», *International Security*, 34, n.º 2 (2009), pp. 7-45.

3. «Fannie, Freddie Failure Would Be World “Catastrophe”», *Bloomberg*, 22 de agosto de 2008, https://mises.org/blog/fannie-freddie-failure-would-beworld-catastrophe

4. J. Fallows, «Be Nice to the Countries That Lend You Money», *The Atlantic*, diciembre de 2008, https://www.theatlantic.com/magazine/archive/ 2008/12/be-nice-to-the-countries-that-lend-you-money/307148/

5. Drezner, «Bad Debts».

6. W. M. Morrison y M. Labonte, «China's Holdings of US Securities: Implications for the US Economy», *Current Politics and Economics of Northern and Western Asia*, 20, n.º 3 (2011), p. 507.

7. «A Truer Picture of China's Export Machine», *McKinsey Quarterly* (septiembre de 2010), http://www.mckinsey.com/business-functions/strate gy-and-corporate-finance/our-insights/a-truer-picture-of-chinas-export-ma chine

8. «The Decoupling Debate», *The Economist*, 6 de marzo de 2008.

9. J. Yardley, «China to Streamline Government into “Super Ministries”», *The New York Times*, 11 de marzo de 2008.

10. S. Minggao y H. Yin, «Macroreview: Crisis Tests Strength of China’s Export Muscle», http://english.caijing.com.cn/2009-08-19/110227250.html

11. Para esta cifra aproximada, véase S. Fardoust, J. Yifu y L. X. Luo, «Demystifying China's Fiscal Stimulus», Banco Mundial (Policy Research Working Paper 6221, 2012). Para un análisis más detallado, véase C. Fang y K. Wing Chan, «The Global Economic Crisis and Unemployment in China», *Eurasian Geography and Economics*, 50, n.º 5 (2009), pp. 513-531.

12. B. Naughton, «Understanding the Chinese Stimulus Package», *China Leadership Monitor*, 28, n.º 2 (2009), pp. 1-12.

13. D. Schmidt y S. Heilmann, «Dealing with Economic Crisis in 20082009», *China Analysis* 77 (enero de 2010), www.chinapolitik.de; véase también http://knowledge.ckgsb.edu.cn/2015/12/14/china/the-party-planners-five-yearplans-in-china/

14. Para esta cita y las siguientes, véase Naughton, «Understanding the Chinese Stimulus Package», pp. 1-12.

15. C. Sorace, «China's Vision for Developing Sichuan's Post-Earthquake Countryside: Turning Unruly Peasants into Grateful Urban Citizens», *China Quarterly*, 218 (2014), pp. 404-427.

16. J. Kirkegaard, «China's Experimental Pragmatics of "Scientific Development" in Wind Power: Algorithmic Struggles over Software in Wind Turbines», *Copenhagen Journal of Asian Studies*, 34, n.º 1 (2016), pp. 5-24.

17. H. Yu, «Universal Health Insurance Coverage for 1.3 Billion People: What Accounts for China's Success?», *Health Policy*, 119, n.º 9 (septiembre de 2015), pp. 1145-1152.

18. Naughton, «Understanding», p. 8.

19. G. Ollivier, J. Sondhi y N. Zhou, «High-Speed Railways in China: A Look at Construction Costs», *World Bank China Transport Topics*, 9 (julio de 2014).

20. Gran parte de este entusiasmo de Obama suscitó críticas. «Obama Needs to Get Over His China Envy», *Baltimore Sun*, 5 de noviembre de 2011, http:// www.baltimoresun.com/news/opinion/bal-obama-needs-to-get-over-his-chinaenvy-20111104-story.html

21. S. Breslin, «China and the Crisis: Global Power, Domestic Caution and Local Initiative», *Contemporary Politics*, 17, n.º 2 (2011), pp. 185-200.

22. IMF, «Survey: China's Difficult Rebalancing Act», septiembre de 2007, http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/socar0912a

23. A. Wheatley, «Calculating the Coming Slowdown in China», *The New York Times*, 23 de mayo de 2011.

24. «China Seeks Stimulation», *The Economist*, 10 de noviembre de 2008.

25. Fardoust, Yifu y Luo, «Demystifying China’s Fiscal Stimulus».

26. Naughton, «Understanding», p. 10.

27. Fardoust, Yifu y Luo, «Demystifying China’s Fiscal Stimulus», gráfico 2.

28. B. Naughton, «Reading the NPC: Post-Crisis Economic Dilemmas of the Chinese Leadership», *China Leadership Monitor*, 32 (2010), pp. 1-10.

29. Naughton, «Understanding», p. 3.

30. A. Szamosszegi y C. Kyle, *An Analysis of State-Owned Enterprises and State Capitalism in China*, US-China Economic and Security Review Commission (octubre de 2011), pp. 1-116.

31. C. E. Walter y F. J. T. Howie, *Red Capitalism* (Singapur, Wiley, 2012).

32. N. Lardy, *Sustaining China's Economic Growth* (Nueva York, Columbia University Press, 2012).

33. A. Collier, *Shadow Banking and the Rise of Capitalism in China* (Singapur, Palgrave Macmillan, 2017).

34. N.-L. Sum, «A Cultural Political Economy of Crisis Recovery: (Trans-) National Imaginaries of "BRIC" and Subaltern Groups in China», *Economy and Society*, 42 n.º 4 (2013), pp. 543-570.

35. Schmidt y Heilmann, «Dealing with Economic Crisis in 2008-2009».

36. C. Wong, «The Fiscal Stimulus Program and Problems of Macroeconomic Management in China», 2011, https://www.oecd.org/gov/budgeting/ 48143862.pdf; y C. Wong, «The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China», *OECD Journal on Budgeting*, 3/2011, https://www. oecd.org/gov/budgeting/49633058.pdf

37. Fardoust, Yifu y Luo, «Demystifying China’s Fiscal Stimulus».

38. D. Shambaugh, «Coping with a Conflicted China», *Washington Quarterly*, 34, n.º 1 (2011), pp. 7-27.

39. G. Qian, «How Should We Read China's "Discourse of Greatness"», *China Media Project*, http://cmp.hku. hk/2010/02/23/4565/ (último acceso el 8 de diciembre de 2010).

40. «In Wake of Stronger Growth, More Americans and Europeans Say US Is Top Economic Power», 2 de julio de 2015, http://www.pewresearch.org/facttank/2015/07/02/in-wake-of-stronger-growth-more-americans-and-europeanssay-u-s-is-top-economic-power/

41. T. M. Cheung, «Dragon on the Horizon: China's Defense Industrial Renaissance», *Journal of Strategic Studies*, 32, n.º 1 (2009), pp. 29-66.

42. «What Does China Really Spend on Its Military?», http://chinapower. csis.org/military-spending/

43. T. Shanker y M. Mazzetti, «China and US Clash on Naval Fracas», *The New York Times*, 10 de marzo de 2009.

44. «UPDATE 3-Geithner Tells China Its Dollar Assets Are Safe», *Reuters*, 31 de mayo de 2009.

45. Shambaugh, «Coping with a Conflicted China».

46. National Intelligence Council Global Trends 2025 (Washington, D.C., 2008); y K. Liao, «The Pentagon and the Pivot», *Survival*, 55, n.º 3 (2013), pp. 95-114.

47. J. Fallows, «Be Nice to the Countries That Lend You Money».

1. C. Pereira y J. A. de Castro Neves, «Brazil and China: South-South Partnership or North-South Competition?», Brookings Policy Paper n.º 26, marzo de 2011.

2. A. Ahuja y M. S. Nabar, «Investment-Led Growth in China: Global Spillovers» (IMF Working Paper 12/267, 2012).

3. OCDE, base de datos del Poyecto Maddison, http://www.ggdc.net/ maddison/maddison-project/data.htm

4. J. R. Blöndal, I. Hawkesworth y H.-D. Choi, «Budgeting in Indonesia», *OECD Journal on Budgeting*, 9, n.º 2 (2009), p. 49.

5. A. Doraisami, «Macro-Economic Policy Responses to Financial Crises in Malaysia, Indonesia and Thailand», *Journal of Contemporary Asia*, 44, n.º 4 (2014), pp. 581-598.

6. M. Fackler, «South Koreans Reliving Nightmare of Last Financial Crisis», *The New York Times*, 24 de octubre de 2008.

7. H. Cho, *South Korea's Experience with Banking Sector Liberalisation* (informe de investigación, Ámsterdam, 2010); y T. Kalinowski y H. Cho, «The Political Economy of Financial Liberalization in South Korea: State, Big Business, and Foreign Investors», *Asian Survey*, 49, n.º 2 (2009), pp. 221-242.

8. H. Cho, *South Korea's Experience with Global Financial Crisis* (Ontario, North-South Institute, 2012), p. 10.

9. J. Ree, K. Yoon y H. Park, «FX Funding Risks and Exchange Rate Volatility-Korea's Case» (IMF Working Paper 12-268, 2012).

10. B. Eichengreen, *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System* (Oxford, Oxford University Press, 2010), p. 168.

11. H. C. Chung, «The Bank of Korea's Policy Response to the Global Financial Crisis», *Bank for International Settlements Paper*, 54 (2010), p. 257.

12. J. Chomthongdi, «Thailand and the World Financial Crisis: How Will Civil Unrest Further Damage Thailand's Economic Position?», 20 de abril de 2009, http:// www.theglobalist.com/ thailand-and-the-world-financial-crisis/; y S. Chirathivat y S. Mallikamas. «Thailand's Economic Performance and Responses to the Global Crisis», actas de la conferencia Asia After the Crisis, 2010.

13. M. Z. Abidin y R. Rasiah, «The Global Financial Crisis and the Malaysian Economy: Impact and Responses» (Kuala Lumpur, UNDP Malaysia, 2009).

14. K. Sangsubhan y M. C. Basri, «Global Financial Crisis and ASEAN: Fiscal Policy Response in the Case of Thailand and Indonesia», *Asian Economic Policy Review*, 7, n.º 2 (2012), pp. 248-269.

15. M. C. Basri y S. Rahardja, «Mild Crisis, Half Hearted Fiscal Stimulus: Indonesia During the GFC», *Assessment on the Impact of Stimulus, Fiscal Transparency and Fiscal Risk* (ERIA Research Project Report 1, 2010), pp. 169-211.

16. E. Chew, «Malaysia Stimulus Tops $16 Billion», *The Wall Street Journal*, 11de marzo de 2009.

17. A. Maierbrugger, «1MDB Scandal: Next Suspect Goldman Sachs Banker», 15 de febrero de 2016, http://investvine.com/1mdb-scandal-next-sus pect-goldman-sachs-banker/

18. «Chronology of Korean Responses to the Financial Crisis», *The New York Times*, 19 de octubre de 2008.

19. N. Baba e I. Shim, «Policy Responses to Dislocations in the FX Swap Market: The Experience of Korea», *BIS Quarterly Review,* junio de 2010.

20. T. Kalinowski, «The Politics of Market Reforms: Korea's Path from Chaebol Republic to Market Democracy and Back», *Contemporary Politics*, 15, n.º 3 (2009), pp. 287-304.

21. T. Kalinowski, «Crisis Management and the Diversity of Capitalism: Fiscal Stimulus Packages and the East Asian (Neo-)Developmental State», *Economy and Society* 44, n.º 2 (2015), pp. 244-270.

22. Reunión del FOMC, 28-29 de octubre de 2008.

23. R. H. Wade, «Emerging World Order? From Multipolarity to Multilateralism in the G20, the World Bank, and the IMF», *Politics & Society*, 39, n.º 3 (2011), pp. 347-378.

24. J. Kirton, *G20 Governance for a Globalized World* (Farnham, Reino Unido, Ashgate, 2013).

25. «Norway Takes Aim at G-20», *Spiegel Online*, 22 de junio de 2010.

26. Culminó en la conferencia de las Naciones Unidas al más alto nivel sobre la crisis financiera y económica mundial y sus efectos sobre el desarrollo, junio de 2009, http://www.un.org/ga/president/63/interactive/uneconference.shtml

27. Darling, *Back from the Brink*, p. 193.

28. Seldon, *Brown at 10*, p. 45.

29. Rueda de presa en Washington con Gordon Brown y Alistair Darling, sábado 15 de noviembre de 2008, http://webarchive.nationalarchives.gov. uk/20090330160949; http://www.number10.gov.uk/Page17514

30. Seldon, *Brown at 10*, ubicaciones Kindle 7411-7417.

31. J. Beale, «Lofty Ambitions for Obama's Visit», *BBC News*, 31 de marzo de 2009.

32. Seldon, *Brown at 10*, ubicaciones Kindle 7660-7663.

33. Para un análisis, véase E. Helleiner y J. Kirschner, eds., *The Great Wall of Money* (Ithaca, NY, Cornell University Press, 2014). Para el original, véase «Zhou Xiaochuan: Reform the International Monetary System», 23 de marzo de 2009, http://www.pbc.gov.cn/english/130724/2842945/index.html

34. J. Zhongxia, «The Chinese Delegation at the 1944 Bretton Woods Conference: Reflections for 2015», https://www.omfif.org/media/1067515/chinesereflections-on-bretton-woods-by-jin-zhongxia.pdf

35. M. P. Dooley, D. Folkerts-Landau y P. Garber, «The Revived Bretton Woods System», *International Journal of Finance and Economics*, 9, n.º 4 (octubre de 2004), pp. 307-313.

36. Sobre el esfuerzo de reequilibrio de China, véase B. Setser, «The Balance of Financial Terror, Circa August 9, 2007», https://www.cfr.org/blog/ balancefinancial-terror-circa-august-9-2007

37. UN, «Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System», Nueva York, septiembre de 2009.

38. G. C. Chang, «China's Assault on the Dollar», 26 de marzo de 2009, https://www.forbes.com/2009/03/26/zhou-xiaochuan-geithner-renminbi-cu rrency-opinions-columnists-dollar.html

39. J. Kollewe, «Global Currency Flies with Push from Russia and Slip from Timothy Geithner», *The Guardian*, 26 de marzo de 2009.

40. A. Lane, «In Defending US Currency, Bachmann Distorts Geithner's Comments About Dollar», 1 de abril de 2009, http://www.politifact.com/ truth-o-meter/statements/2009/apr/01/michele-bachmann/defending-dollar-bach mann-distorts-geithners-comme/

41. E. S. Prasad, *The Dollar Trap: How the US Dollar Tightened Its Grip on Global Finance* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2014).

42. H. Cooper, «On the World Stage, Obama Issues an Overture», *The New York Times*, 2 de abril de 2009.

43. Conferencia de prensa conjunta de Angela Merkel y Nicolas Sarkozy,

1 de abril de 2009, https://ca.ambafrance.org/Joint-press-conference-with-Angela

44. Para los que siguen, A. Rawnsley, *The End of the Party* (Londres, Penguin, 2010).

45. P. Blustein, *Laid Low: Inside the Crisis That Overwhelmed Europe and the IMF* (Waterloo, Ontario, CIGI, 2016), p. 75.

46. N. Woods, «Global Governance After the Financial Crisis: A New Multilateralism or the Last Gasp of the Great Powers?», *Global Policy*, 1, n.º 1 (2010), pp. 51-63.

47. For the following, Rawnsley, *The End of the Party*, ubicaciones Ibook 4218-4351.

48. «Transcript: Obama's G20 Press Conference», 2 de abril de 2009, https://www.cbsnews.com/news/transcript-obamas-g20-press-conference/

49. A. Sparrow, K. Baldwin y H. Stewart, «Today's G20 Deal Will Solve Financial Crisis, Claims Gordon Brown», *The Guardian*, 2 de abril de 2009.

50. M. Rosie y H. Gorringe, «What a Difference a Death Makes: Protest, Policing and the Press at the G20», *Sociological Research Online*, 14, n.º 5 (2009), p. 4.

51. «King Warns Against More Spending», *BBC News*, 24 de marzo de 2009.

52. P. Aldrick, «Failed Gilt Auction Stokes Fears over UK Economy», *Telegraph*, 25 de marzo de 2009.

53. M. Gove, «Coyote Ugly: G20 Finally Pushes Prudence into the Abyss», *Scotsman*, 28 de marzo de 2009.

54. P. Wintour y N. Watt, «Gordon Brown: A Statesman Abroad, Under Fire Back Home», *The Guardian*, 25 de marzo de 2009.

55. «London Summit-Leaders' Statement», 2 de abril de 2009, https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf

56. N.-L. Sum, «A Cultural Political Economy of Crisis Recovery».

57. El modesto estímulo discrecional de Alemania a principios de 2009 aumentaría debido a los recortes de impuestos tras las elecciones de septiembre de 2009.

1. S. Erlanger y S. Castle, «European Leader Assails American Stimulus Plan», *The New York Times*, 25 de marzo de 2009.

2. A. White, «EU Presidency: US Stimulus Is “The Road to Hell”», *San Diego Tribune*, 25 de marzo de 2009.

3. Rawnsley, *End of the Party,* ubicación Ibook 4309.

4. N. Sheiber, *The Escape Artists: How Obama's Team Fumbled the Recovery* (Nueva York, Simon & Schuster, 2012), p. 96.

5. R. Lizza, «The Obama Memos», *The New Yorker,* 30 de enero de 2012, http://www.newyorker.com/magazine/2012/01/30/the-obama-memos

6. M. Grunwald, *The New New Deal: The Hidden Story of Change in the Obama Era* (Nueva York, Simon & Schuster, 2012).

7. D. Loewe, «Obama's Blues Agenda», *The Guardian*, 13 de febrero de 2009.

8. J. Green, «The Elusive Green Economy», *The Atlantic*, julio-agosto de 2009, https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/07/the-elusivegreen-economy/307554/

9. M. Grabell, *Money Well Spent? The Truth Behind the Trillion-Dollar Stimulus, the Biggest Economic Recovery Plan in History* (Nueva York, PublicAffairs, 2012).

10. B. Dupor, «The Recovery Act of 2009 vs. FDR’s New Deal: Which Was Bigger?», https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/ first_quarter_2017/the-recovery-act-of-2009-vs-fdrs-new-deal-which-wasbigger

11. F. Reichling, «Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from October 2011 Through December 2011», Congressional Budget Office, Washington, D.C., 2012. Coincide ampliamente con T. G. Conley y B. Dupor, «The American Recovery and Reinvestment Act: Solely a Government Jobs Program?», *Journal of Monetary Economics*, 60.5 (2013), pp. 535-549.

12. Council of Economic Advisers, «The Economic Impact of the American Recovery and Reinvestment Act Five Years Later» (informe final para el Congreso, febrero de 2014).

13. P. Krugman, *End This Depression Now;* y Eichengreen, *Hall of Mirrors*, pp. 297-301.

14. C. Romer y J. Bernstein, «The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan», 9 de enero de 2009, https://www.economy.com/markzandi/documents/The_Job_Impact_of_the_American_Recovery_and_Reinvest ment_Plan.pdf

15. N. Barofksy, *Bailout: An Inside Account of How Washington Abandoned Main Street While Rescuing Wall Street* (Nueva York, Free Press, 2012).

16. La cifra de la pérdida de 9,3 millones de viviendas corresponde a un cálculo de la National Association of Realtors citado en L. Kusisto, «Many Who Lost Homes to Foreclosure in Last Decade Won't Return», *The Wall Street Journal*, 20 de abril de 2015. Véase también «The End Is in Sight for the US Foreclosure Crisis», 3 de diciembre de 2016, https://www.stlouisfed.org/publications/housing-market-perspectives/issue-3-dec-2016/the-end-is-in-sight-for-the-us-fore closure-crisis

17. «Lawrence Summers on “House of Debt”», *Financial Times*, 6 de junio de 2014.

18. R. Suskind, *Confidence Men*.

19. R. E. Rubin, P. R. Orszag y A. Sinai, «Sustained Budget Deficits: The Risk of Financial and Fiscal Disarray», AEA-NAEFA Joint Session, Allied Social Science Associations Annual Meetings, 2004.

20. P. Mauro, M. A. Horton y M. S. Kumar, «The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor», IMF, 2009.

21. «Budget of the US Government Fiscal Year 2011», https://www.gpo. gov/fdsys/pkg/BUD GET-2011-BUD/pdf/BUDGET-2011-BUD.pdf

22. IMF, *Fiscal Monitor*, Washington, D.C., mayo de 2010.

23. Editorial, «The Bond Vigilantes», *The Wall Street Journal*, 29 de mayo de 2009.

24. Scheiber, *Escape Artists*, p. 151; y Suskind, *Confidence Men*, p. 516.

25. Scheiber, *Escape Artists*, p. 150.

26. A. P. Lerner, «Functional Finance and the Federal Debt», *Social Research* (1943), pp. 38-51.

27. D. Gabor y C. Ban, «Banking on Bonds: The New Links Between States and Markets», *Journal of Common Market Studies*, 54, n.º 3 (2016), pp. 617-635.

28. Bastasin, *Saving Europe*, pp. 110-111.

29. D. Gabor, «The ECB and the Eurozone Debt Crisis» (ND), https://www.academia.edu/868218/The_ECB_and_the_European_Debt_Crisis; y D. Gabor, «The Power of Collateral: The ECB and Bank Funding Strategies in Crisis», 18 de mayo de 2012, disponible en SSRN: https://ssrn.com/abstract= 2062315 o http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2062315. Para complementar las OFPML, el BCE también gestionó un programa más pequeño para apoyar el mercado de bonos garantizados.

30. IIF, «Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework», junio de 2010, p. 26.

31. M. Dettmer, D. Kurbjuweit, R. Nelles, R. Neukirch y C. Reiermann, «Diebische Freude», *Der Spiegel*, 12 de enero de 2009.

32. OECD, *Public Debt Markets: Trends and Recent Structural Trends* (París, OECD, 2002).

33. «Konjunkturpaket II», *Der Spiegel*, 27 de enero de 2009.

34. «Konjunkturpaket», *Der Spiegel*, 6 de enero de 2009.

35. C. Reiermann, «Goldener Zuegel», *Der Spiegel*, 9 de febrero de 2009.

36. F. Gathmann, «Einigung zur Schuldenbremse», *Der Spiegel*, 6 de febrero de 2009; y «Finanzhilfen für ärmere Länder», *Der Spiegel*, 13 de febrero de 2009.

37. «Foederalismusreform», *Der Spiegel*, 27 de marzo de 2009.

38. «Fuehrende Oekonomen verteufeln die Schuldenbremse», *Handelsblatt*, 13 de febrero de 2009; y S. Dullien, «Kommentar», *Der Spiegel*, 9 de febrero de 2009.

39. «Schlacht um die Schuldenbremse», *Manager Magazin*, 16 de enero de 2009.

40. D. Hawranek, *et al*., «Gipfel am Abgrund», *Der Spiegel*, 30 de marzo de 2009.

41. Kuttner, *Presidency in Peril*, pp. 78-79.

42. Suskind, *Confidence Men*, p. 656.

43. Scheiber, *Escape Artists*, p. 150.

44. IMF, *Fiscal Monitor,* Washington, D.C., noviembre de 2010.

1. OECD, *Economic Outlook* n.º 85 (junio de 2009).

2. «Acquisition of Merrill Lynch by Bank of America», 5 de junio de 2009, https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20090625a.htm

3. «Citigroup Stock Sinks to an All-Time Low of 97 Cents», 4 de mayo de 2009, http://www.huffingtonpost.com/2009/03/05/citigroup-stock-sinksto_n_172167.html

4. P. Wintour y J. Treanor, «RBS Bonuses to Reach £775m Despite Treasury Tough Talk», *The Guardian*, 17 de febrero de 2009.

5. B. White, «What Red Ink? Wall Street Paid Hefty Bonuses», *The New York Times*, 28 de enero de 2009.

6. G. Farrell y J. Macintosh, «Merrill Delivered Bonuses Before BofA Deal», *Financial Times*, 21 de enero de 2009.

7. «Obama’s Statement on AIG», *The New York Times*, 16 de marzo de 2009.

8. K. Guha y E. Luce, «Greenspan Backs Bank Nationalization», *Financial Times*, 17 de febrero de 2009.

9. «Nationalization: Is It the Only Answer to Save Banks?», 15 de febrero de 2009, http://abcnews.go.com/WN/Economy/story?id=6885587

10. «Obama: Swedish Model Would Be Impossible Here», 11 de febrero de 2009, http://www.businessinsider.com/obama-swedish-model-would-be-im possible-here-2009-2

11. J. Cassidy, «No Credit Timothy Geithner's Financial Plan Is WorkingAnd Making Him Very Unpopular», *The New Yorker,* 15 de marzo de 2010, http://www.newyorker.com/magazine/2010/03/15/no-credit-2#ixzz0haHEOfV7

12. Suskind, *Confidence Men*, pp. 397-464.

13. Bair, *Bull by the Horns*, ubicación Kindle 3032.

14. S. Johnson y J. Kwak, *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown* (Nueva York, Pantheon Books, 2010).

15. Suskind, *Confidence Men*, *pp.* 455-460, 695. Geithner hizo público un desmentido: «Press Briefing by Press Secretary Jay Carney, Treasury Secretary Tim Geithner, and OMB Director Jack Lew», 19 de septiembre de 2011, https:// obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2011/09/19/press-briefingpress-secretary-jay-carney-treasury-secretary-tim-geithne

16. E. Javers, «Inside Obama's Bank CEOs Meeting», *Politico*, 4 de marzo de 2009, http://www.politico.com/story/2009/04/inside-obamas-bank-ceosmeeting-020871

17. Geithner, *Stress Test*, p. 376.

18. DealBook, «Geithner Haunted by a Goldman Past He Never Had», *The New York Times*, 19 de agosto de 2010.

19. El calendario de Geithner: https://www.nytimes.com/interactive/pro jects/documents/geithner-schedule-new-york-fed

20. A. Clark, «Diary Shows Geithner-Darling Contact During Crisis», *The Guardian*, 11 de octubre de 2009.

21. Scheiber, *Escape Artists*, p. 38.

22. J. Anderson, «Calm Before and During a Storm», *The New York Times*, 9 de febrero de 2007.

23. Suskind, *Confidence Men*, p. 455.

24. Federal Reserve, «The Supervisory Capital Assessment Program: Design and Implementation», 24 de abril de 2009, https://www.federalreserve.gov/ newsevents/press/bcreg/bcreg20090424a1.pdf. Como señala Kuttner en *Presidency in Peril*, p. 151, el equipo que realizaba las pruebas de resistencia no disponía de los medios suficientes dada la complejidad de las actividades que examinaba.

25. Geithner, *Stress Test*, pp. 345-350.

26. D. Enrich, D. Fitzpatrick y M. Eckblad, «Banks Won Concessions on Tests», *The Wall Street Journal,* 9 de mayo de 2009.

27. Bair, *Bull by the Horns*, ubicación Kindle 2843; y F. Guerrera y J. Eaglesham, «Citi Under Fire over Deferred Tax Assets», *Financial Times*, 6 de septiembre de 2010.

28. Scheiber, *Escape Artists*, p. 128.

29. Sobre Citi, Kuttner, *Presidency in Peril*, p. 129.

30. SIGTARP, «Exiting TARP: Repayments by the Largest Financial Institutions», 29 de septiembre de 2011.

31. Bair, *Bull by the Horns*, ubicación Kindle 3686.

32. D. Baker y T. McArthur, «The Value of the “Too Big to Fail” Big Bank Subsidy», CEPR, 2009.

33. En A. S. Blinder, *When the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response and the Work Ahead* (Nueva York, Penguin, 2013), pp. 263-366, se puede encontrar una excelente hoja de ruta de la tramitación de la ley DoddFrank. Para análisis políticos opuestos, véase Geithner, *Stress Test*, pp. 388-438; Bernanke, *Courage to Act*, pp. 435-466; y S. Bair, *Bull by the Horns*, ubicaciones Kindle 3223-4339.

34. «Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act», Public Law 111-203, 21 de julio de 2010, https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf

35. US Treasury, «Financial Regulatory Reform: A New Foundation», Washington, D.C., 2009.

36. Geithner, *Stress Test*, p. 399.

37. Pew Research Center, «Americans' Views of Fed Depend on Their Politics», 16 de diciembre de 2015, http://www.pewresearch.org/fact-tank/2015/ 12/16/americans-views-of-fed-depend-on-their-politics/

38. «Ben Bernanke», *Time*, 16 de diciembre de 2009.

39. Bernanke, *Courage to Act*, pp. 430-434.

40. S. A. Binder, «Ben Bernanke's Second Term as Chairman of the Federal Reserve», 30 de enero de 2010, https://www.brookings.edu/opinions/ben-ber nankes-second-term-as-chairman-of-the-federal-reserve/; y S. Chan, «Senate, Weakly, Backs New Term for Bernanke», *The New York Times*, 28 de enero de 2010.

41. Bernanke, *Courage to Act*, pp. 445-447.

42. Geithner, *Stress Test*, p. 404.

43. *Ibid*, p. 432.

44. *Ibid*, p. 398.

45. «The United States Residential Foreclosure Crisis: Ten Years Later», marzo de 2017, http://www.corelogic.com/research/foreclosure-report/nationalforeclosure-report-10-year.pdf

46. «Life After Lehman», 13 de septiembre de 2013, http://www.institutionalinvestor.com/Article/3254651/Life-After-Lehman-A-Look-at-How-6-Prominent-Players-Have-Fared.html#.Wavm3ZOGN0s

47. S. Grocer, «Banks Set Record for Pay», *The Wall Street Journal*, 14 de enero de 2010.

48. T. M. Tse, «Goldman Sachs Earns $13 bn in 2009», *The Washington Post*, 22 de enero de 2010.

49. Gasparino, *Bought and Paid For,* p. 6.

50. Bair, *Bull by the Horns*, ubicaciones Kindle 3924-3971.

51. D. Polk, «Dodd-Frank Progress Report», julio de 2013, https://www.davispolk.com/files/Jul2013_Dodd.Frank_.Progress.Report.pdf

52. Blinder, *After the Music Stopped*, pp. 314-319.

53. B. Protess y P. Eavis, «At the Finish Line on the Volcker Rule», *The New York Times*, 10 de diciembre de 2013.

54. PWC, «Volcker Rule Clarity: Waiting for Godot», mayo de 2014, http://www.pwc.com/us/en/financial-services/regulatory-services/publications/volcker-rule-clarity-waiting-for-godot.html

55. B. Protess, «Jamie Dimon Shows Some Love for Volcker Rule», *The New York Times*, 21 de mayo de 2012.

56. P. Clement, «The Term “Macroprudential”: Origins and Evolution 1», *BIS Quarterly Review,* 2010, p. 59.

57. D. Skeel, *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and Its (Unintended) Consequences* (Hoboken, NJ, Wiley, 2010).

58. Federal Reserve, «The Supervisory Capital Assessment Program, mayo de 2009, https://www.federalreserve.gov/newsevents/files/bcreg20090507a1.pdf

59. Federal Reserve, «Dodd-Frank Act Stress Test 2013: Supervisory Stress Test Methodology and Results», 28 de marzo de 2013, https://www.federalre serve.gov/bankinforeg/stress-tests/appendix-b.htm

60. «Rules and Regulations», *Federal Register*, 76, n.º 231 (1 de diciembre de 2011), https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2011-12-01/pdf/2011-30665.pdf

61. Federal Reserve, «Federal Reserve Board Issues Final Rule on Annual Capital Plans, Launches 2012 Review», https://www.federalreserve.gov/newse vents/pressreleases/bcreg20111122a.htm

62. P. Jenkins y P. J. Davies, «Thirty Financial Groups on Systemic Risk List», *Financial Times*, 30 de noviembre de 2009.

63. Véase la carta conjunta «Healthy Banking System Is the Goal, Not Profitable Banks», *Financial Times*, 8 de noviembre de 2010; y A. Admati y M. Hellwig, *The Bankers' New Clothes* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2013).

64. IIF, «Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework Institute of International Finance», junio de 2010.

65. Bair, *Bull by the Horns*, ubicaciones Kindle 4731-4748.

66. FSB, «Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions», 4 de noviembre de 2011.

67. Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera de la UE presidido por Jacques de Larosière, informe, 25 de febrero de 2009, http://ec.europa.eu/ internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

68. Un idea que le debo a Shahin Vallée.

69. M. Goldstein y N. Véron, «Too Big to Fail: The Transatlantic Debate» (Bruegel Working Paper 2011/03, 2011).

70. A. S. Posen y N. Véron, «A Solution for Europe's Banking Problem», *Bruegel Policy Brief* (2009).

71. IMF, *Global Financial Stability Report* (abril de 2009).

72. «Bafin beziffert Kreditrisiken auf 816 Milliarden Euro», *Der Spiegel*, 24 de abril de 2009.

73. Eichengreen, *Hall of Mirrors*, p. 323.

74. Geithner, *Stress Test*, pp. 425-426.

1. Coincido plenamente con Sandbu, *Europe's Orphan;* E. Jones, «The Forgotten Financial Union: How You Can Have a Euro Crisis Without a Euro», en *The Future of the Euro*, M. Matthijs y M. Blyth, eds., (Nueva York, Oxford University Press, 2015); y D. Mabbett y W. Schelkle, «What Difference Does Euro Membership Make to Stabilization? The Political Economy of International Monetary Systems Revisited», *Review of International Political Economy*, 22.3 (2015), pp. 508-534.

2. J. M. Brown, «Things Fall Apart», *Financial Times*, 15 de enero de 2009; y C. Lapavitsas *et al*., *Crisis in the Eurozone* (Londres, Verso, 2012), p. 58.

3. Z. Darvas, «The EU's Role in Supporting Crisis-Hit Countries in Central and Eastern Europe», *Bruegel Policy Contribution*, 17 de diciembre de 2009.

4. S. Kalyvas, *Modern Greece: What Everyone Needs to Know* (Oxford: Oxford University Press, 2015).

5. G. Papaconstantinou, *Game Over: The Inside Story of the Greek Crisis* (Atenas, George Papaconstantinou, 2016).

6. Sobre la política del impago propiciado por el acreedor en lugar del deudor, véase Lapavistas *et al*., *Crisis in the Eurozone*, pp. 126-135.

7. M. Walker, C. Forelle y B. Blackstone, «On the Secret Committee to Save the Euro, a Dangerous Divide», *Wall Street Journal*, 24 de septiembre de 2010.

8. Papaconstantinou, *Game Over*.

9. V. Acharya y S. Steffen, «The Banking Crisis as a Giant Carry Trade Gone Wrong», *VoxEU*, 23 de mayo de 2013.

10. S. Wagstyl, «Greeks Search for Hint of Daylight Between Schäuble and Merkel», *Financial Times*, 19 de febrero de 2015.

11. Para una interpretación que lo considera la clave de toda la política del Gobierno de Merkel, véase H. Thompson, «Germany and the Euro-Zone Crisis: The European Reformation of the German Banking Crisis and the Future of the Euro», *New Political Economy* 20, n.º 6 (2015), pp. 851-870.

12. B. Benoit y T. Barber, «Germany Ready to Help Eurozone Members», *Financial Times,* 18 de febrero de 2009.

13. T. Koukakis, «Josef Ackermann: The Secret 2010 Financial Support Plan for Greece and Why It Was Sunk», http://www.tovima.gr/en/article/?aid=63 9539

14. R. Zohlnhöfer y T. Saalfeld (eds.), *Politik im Schatten der Krise. Eine Bilanz der Regierung Merkel 2009-2013* (Wiesbaden, Springer VS, 2015).

15. A. Tooze, «After the Wars», reseña de *The Age of Catastrophe: A History of the West 1914-45*, de Heinrich August Winkler, *London Review of Books*, 37.22 (2015), pp. 15-17, 7 de diciembre de 2017, https://www.lrb.co.uk/v37/n22/ adam-tooze/after-the-wars

16. Para la cita, véase I. Traynor, «Angela Merkel Dashes Greek Hopes of Rescue Bid», *Guardian*, 11 de febrero de 2010.

17. BVerfG, Juicio del segundo Senado del 30 de junio de 2009-2 BvE 2/08-párrafos 1-421.

18. «Merkel sagt Griechenland Milliarden-Hilfe zu», *Die Welt*, 26 de abril de 2010; y «Union will Bankenbeteiligung prüfen», *Die Zeit*, 27 de abril de 2010.

19. J. Schönenborn, «Griechenland-Hilfe nur mit Bankenbeteiligung», 4 de abril de 2010, ARD-DeutschlandTrend Mai 2010, www.tageschau.de

20. Bund der Steuerzahler, «Keine Steuerzahlergarantien ohne Bankenbeteiligung», 5 de mayo de 2010, https://www.steuerzahler.de/

21. W. Schäuble, «Why Europe's Monetary Union Faces Its Biggest Crisis», *Financial Times*, 11 de marzo de 2010; «Proposal for European Monetary Fund Wins EU Support», *Spiegel Online*, 8 de marzo de 2010; y «Why Is Germany Talking About a European Monetary Fund?», *Economist*, 9 de marzo de 2010.

22. La segunda edición de la propuesta de mayo de 2010 está disponible en https://www.ceps.eu /system/files/book/2010/02/Nopercent20202percent20E MFpercent20e-versionpercent20updatepercent2017percent20May.pdf

23. M. Feldenkirchen, C. Reiermann, M. Sauga y H.-J. Schlamp, «Merkel Takes On the EU and Her Own Finance Minister», *Spiegel Online*, 22 de marzo de 2010.

24. «Issing zur Lage Griechenlands: IWF-Hilfe ist die einzige Alternative», 10 de febrero de 2010, www.tagesschau.de; y «Man muss den Griechen auf die Finger schauen», 2 de marzo de 2010, www.deutschlandfunkkultur.de

25. Blustein, *Laid Low*, pp. 26-31.

26. Informe del FMI 13/156, 20 de mayo de 2013, escrito dramáticamente por A. Evans-Pritchard, «IMF Admits Disastrous Love Affair with the Euro, Apologises for the Immolation of Greece», *Telegraph*, 28 de julio de 2016.

27. «EZB warnt vor IWF-Hilfen für Griechenland», *FAZ*, 24 de marzo de 2010.

28. Papaconstantinou, *Game Over*, ubicaciones Kindle 1465-1470.

29. C. Volkery, «Merkel's Risky Hand of Brussels Poker», *Spiegel Online*, 26 de marzo de 2010; y «Deutschland hilft den Griechen, wenn der IWF hilft», *FAZ*, 25 de marzo de 2010.

30. Gabor, «The Power of Collateral», p. 23.

31. D. Gabor y C. Ban, «Banking on Bonds: The New Links Between States and Markets», *Journal of Common Market Studies*, 54.3 (2016), pp. 617-635.

32. Para un resumen de la discusión, véanse los argumentos esgrimidos contra el BCE en 2014 ante el Tribunal Supremo alemán, «Verfassungsbeschwerde», 22 de octubre de 2015, https://www .jura.uni-freiburg.de/de/institute/ ioeffr3/forschung/papers/murswiek /verfassungsbeschwerde-qe-anleihenkaeufegauweiler.pdf

33. Gammelin y Löw, *Europas Strippenzieher*, p. 70.

34. Papaconstantinou, *Game Over*, ubicaciones Kindle 1529-1536.

35. J. White, «Emergency Europe», *Political Studies*, 63.2 (2015), pp. 300-318.

36. A. Evans-Pritchard, «Europe Agrees IMF-EU Rescue for Greece», *Telegraph*, 25 de marzo de 2010.

37. Papaconstantinou, *Game Over*, ubicación Kindle 1677.

38. «Irish Deficit Balloons After New Bank Bail-Out», *BBC News,* 30 de septiembre de 2010.

39. H. Smith, «Super-Wealthy Investors Move Billions out of Greece», *Guardian*, 6 de febrero de 2010; y F. Batzoglou, «Anxious Greeks Emptying Their Bank Accounts», *Spiegel Online*, 6 de diciembre de 2011.

40. «Euro Zone Readies Giant Rescue Package for Greece», *Reuters*, 11 de abril de 2010.

41. Evans-Pritchard, «Europe Agrees IMF-EU Rescue for Greece».

42. T. Barber, «Saving the Euro: Dinner on the Edge of the Abyss», *Financial Times*, 22 de abril de 2010.

43. Bundesfinanzministerium, «Chronology: Stabilisation of the Economic and Monetary Union», http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/ Standardartikel/Topics /Europe/Articles/2010-06-04-Chronologie-Euro-Stabili sierung.html?_act=render Pdf&_iDocId=199342

44. K. Connolly, «Greek Debt Crisis: IMF Chief to Woo Germany over Bailout Deal», *Guardian*, 28 de abril de 2010

45. «Transcript of Statements to the Media by Angela Merkel and StraussKahn in Berlin», 28 de abril de 2010, https://www.imf.org/en/News/Articles/ 2015/09/28/04/54/tr042810

46. Bastasin, *Saving Europe*, p. 203.

47. J. Pisani-Ferry, «Tim Geithner and Europe's Phone Number», *Bruegel* (blog), 4 de febrero de 2013.

48. Papaconstantinou, *Game Over*, ubicaciones Kindle 2186-2188.

49. «Regierungserklärung von Bundeskanzlerin Merkel zu den Hilfen für Griechenland», 5 de mayo de 2010, https://www.bundesregierung.de/Content Archiv/DE/Archiv17/Regierung serklaerung/2010/2010-05-05-merkelerklaerung-griechenland.html. Para las consecuencias más generales véase A. Séville, «There Is No Alternative», *Politik zwischen Demokratie und Sachzwang* (Fránfort, Campus, 2017).

50. «Deaths Place Greece on ‘Edge of Abyss”», 6 de mayo de 2010, www. ekathimerini.com

51. Gabor, «The Power of Collateral», p. 25.

52. «Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010», informe de la plantilla del CTFC y el SEC al Comité Asesor Conjunto sobre Temas Regulatorios Emergentes, http://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-re port.pdf

53. «Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010», informe de la plantilla del CTFC y el SEC al Comité Asesor Conjunto sobre Temas Regulatorios Emergentes, https://www.sec.gov/sec-cftc-prelimreport.pdf

54. Bastasin, *Saving Europe*, p. 202.

55. Para esta y la siguiente, véase T. Barber, «Saving the Euro: Dinner on the Edge of the Abyss», *Financial Times*, 22 de abril de 2010.

56. Barber, «Saving the Euro».

57. Bernanke, *El valor de actuar*, p. 481. Bernanke mantuvo una sesión informativa privada con el Comité Bancario del Senado para garantizar que no se producía una reacción negativa.

58. Gammelin y R. Löw, *Europas Strippenzieher*, pp. 75-86.

59. Bastasin, *Saving Europe*, pp. 214-215.

60. Bastasin, *Saving Europe*, p. 218; Papaconstantinou, *Game Over*, ubicación Kindle 2707.

61. La devastadora autopsia del FMI es IEO, *The IMF and the Crises in Greece, Ireland, and Portugal* (Washington D.C., IMF, 2016), pp. 15-18.

62. Blustein, *Laid Low*, p. 136.

63. M. Blyth, *Austerity: The History of a Dangerous Idea* (Oxford, Oxford University Press, 2013), p. 73.

64. «John Lipsky Biographical Information», https://www.imf.org/external/ np/omd/bios /jl.htm

65. Blustein, *Laid Low*, p. 64.

66. *Ibid*., p. 139; y FMI, *Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement* (Informe del FMI n.º 10/110, 2010).

1. Para esta y la siguiente, véase http://www.foxnews.com/story/2010/ 02/12/glenn -beck-is-us-doomed-to-follow-greece-into-crisis.html

2. C. M. Reinhart y K. Rogoff, *Esta vez es distinto: ocho siglos de necedad financiera* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2009); y C. M. Reinhart y K. S. Rogoff, «Growth in a Time of Debt», Documento de trabajo NBER 15639, 2010.

3. J. Cassidy, «The Reinhart and Rogoff Controversy: A Summing Up», *New Yorker*, 26 de abril de 2013.

4. C. Reinhart y K. Rogoff, «Why We Should Expect Low Growth Amid Debt», *Financial Times,* 28 de enero de 2010.

5. «Germans Say Euro Zone May Have to Expel Greece: Poll», *Reuters*, 14 de febrero de 2010.

6. Irwin, *The Alchemists*, pp. 237-238.

7. G. Osborne, «The Threat of Rising Interest Rates Is a Greek Tragedy We Must Avoid», *Telegraph*, 21 de diciembre de 2009.

8. P. Habbard, «The Return of the Bond Vigilantes», 7 de marzo de 2012, http://www.ituc-csi .org/IMG/pdf/1203t_bond.pdf; y S. Johnson, «Bond Fund Managers Brave “The Ring of Fire”», *Financial Times*, 7 de febrero de 2010.

9. A. Stratton, «Top Economists Attack Labour Plan to Tackle Britain’s Budget Deficit», *Guardian*, 14 de febrero de 2010.

10. Lord Skidelsky *et al*., «Letter: First Priority Must Be to Restore Robust Growth», *Financial Times*, 18 de febrero de 2010.

11. P. Wintour, «Mervyn King Shaped Tough Deficit Policy-But Was It Political Bias?», *Guardian*, 30 de noviembre de 2010.

12. D. Laws, *22 Days in May: The Birth of the Lib Dem-Conservative Coalition* (Londres, Biteback Publishing, 2010); e Irwin, *The Alchemists*, p. 244.

13. P. Wintour, «Mervyn King: I Gave Nick Clegg No New Information on Debt Crisis», *Guardian*, 28 de julio de 2010.

14. S. Wren-Lewis, «The Austerity Con», *London Review of Books*, 37, n.º 4 (2015), pp. 9-11.

15. Irwin, *The Alchemists*, pp. 248-249.

16. P. Krugman, «More on Invisible Bond Vigilantes», *New York Times* (blog), 10 de noviembre de 2012.

17. N. Watt, «David Cameron Makes Leaner State a Permanent Goal», *Guardian*, 12 de noviembre de 2013.

18. ONS, «Statistical Bulletin: Public Sector Employment, UK: September 2016», https://www.ons.gov.uk/employmentandlabourmarket/peopleinwork/publicsectorpersonnel/bulletins/publicsectoremployment/september2016

19. T. Crewe, «The Strange Death of Municipal England», *London Review of Books*, 38, n.º 24 (2016), pp. 6-10. Para un resumen del impacto de la austeridad en el estado de bienestar británico, véanse los ensayos de V. Cooper y D. Whyte, eds., *The Violence of Austerity* (Londres, Pluto Press, 2017).

20. Clark, *Hard Times*, pp. 180-191.

21. Editorial, «The Risks and Rewards of George Osborne’s Austerity», *Financial Times*, 21 de julio de 2015.

22. S. Stein, «Peter Orszag, Former Top Obama Adviser, Takes Issue with Portrayal in New Book», *Huffington Post,* 24 de febrero de 2012, www.huffing tonpost.com

23. Kuttner, *Presidency in Peril*, p. 207.

24. «Obama’s State of the Union Transcript 2010: Full Text», *Politico*, 27 de enero de 2010.

25. P. Krugman, «Obama Liquidates Himself», *New York Times*, 26 de enero de 2010.

26. Blog *National Review* de J. Gerathy, citado en «How the Austerity Class Rules Washington», *Nation*, 19 de octubre de 2011.

27. H. Yeager, «Circling Back on the Orszag Story», *Columbia Journalism Review*, 9 (enero de 2010).

28. Bernanke, *El valor de actuar*, p. 504; y L. Elliott, «It's Too Soon for Austerity, Ben Bernanke Tells Congress», *Guardian*, 22 de julio de 2010.

29. E. Luce, «US Deficit Key to Orszag Departure», *Financial Times*, 25 de junio de 2010.

30. T. Skocpol y V. Williamson, *The Tea Party and the Remaking of Republican Conservatism* (Oxford, Oxford University Press, 2012).

31. G. C. Jacobson, «The Republican Resurgence in 2010», *Political Science Quarterly*, 126, n.º 1 (2011), pp. 27-52.

32. S.-A. Mildner y J. Howald, «Jumping the Fiscal Cliff: The Political Economy of Fiscal Policy-Making under President Obama», *CESifo Forum* (junio de 2013).

33. T. E. Mann y N. J. Ornstein, *It's Even Worse Than It Looks: How the American Con- stitutional System Collided with the New Politics of Extremism* (Nueva York, Basic Books, 2016), pp. 9-10.

34. Q. Peel, «Merkel Spells Out €80bn Spending Cuts», *Financial Times*, 8 de junio de 2010.

35. OCDE, «Budget Deficits: What Governments Are Doing» (2010), http://www.oecd.org/germany/budgetdeficitswhatgovernmentsaredoing.htm

36. «German Government Agrees on Historic Austerity Program», *Spiegel Online*, 7 de junio de 2010.

37. Peel, «Merkel Spells Out €80bn Spending Cuts».

38. D. Mara y A. Bowen, «German Government Unveils Unprecedented Austerity Plan», *Deutsche Welle,* 7 de junio de 2010.

39. A. Beattie y Q. Peel, «Scene Set for G20 Battle over Fiscal Strategy», *Financial Times*, 24 de junio de 2010.

40. W. Schäuble, «Maligned Germany Is Right to Cut Spending», *Financial Times*, 23 de junio de 2010.

41. L. Summers y T. Geithner, «Our Agenda for the G-20», *Wall Street Journal*, 23 de junio de 2010.

42. J. Calmes y S. Chan, «Leaders at Summit Turn Attention to Deficit Cuts», *New York Times*, 26 de junio de 2010.

43. OCDE, «Employment: Job Creation Must Be a Top Priority in Months Ahead, Says OECD's Gurria», 7 de julio de 2010, http://www.oecd.org/newsroom/employmentjobcreationmustbeatopprioritynmonthsaheadsaysoecdsgurria.htm

44. H. Zimmermann, «A Grand Coalition for the Euro: The Second Merkel Cabinet, the Euro Crisis and the Elections of 2013», *German Politics*, 23, n.º 4 (2014), pp. 322-336.

45. Bastasin, *Saving Europe*, pp. 221-235.

46. Papaconstantinou, *Game Over*, ubicaciones Kindle 2352-2365.

47. Informe del FMI 11/68 (marzo de 2011).

48. Banco de Grecia, «The Chronicle of the Great Crisis: 2008-2013», http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/The%20Chronicle%20Of%20 The%20Great%20Crisis.pdf

49. CEBS, «EBA Aggregate Outcome of the 2010 EU Wide Stress Test», 23 de julio de 2010, https://www.eba.europa.eu/documents/10180/15938/Summaryreport.pdf/95030af2-7b52-4530-afe1-f067a895d163

50. A. Blundell-Wignall y P. Slovik, «The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures» (Documentos de trabajo de la OCDE sobre Finanzas, Seguros y Pensiones Privadas, n.º 4, OCDE, División de Asuntos Financieros, 2010).

51. El hecho de que las pruebas de estrés de los bancos europeos carecían del respaldo de fondos de recapitalización claros es puesto de relieve por T. Santos, «El Diluvio: The Spanish Banking Crisis, 2008-2012», manuscrito (2017), Columbia Business School, Columbia University.

52. L. Thomas Jr., «Greek Bonds Lure Some, Despite Risk», *New York Times*, 28 de septiembre de 2011.

53. Bastasin, *Saving Europe*, p. 259.

54. Acharya y Steffen, «The Banking Crisis as a Giant Carry Trade Gone Wrong».

55. B. H. Cohen, «How Have Banks Adjusted to Higher Capital Requirements?», *BIS Quarterly Review,* 2013, p. 25.

56. *Report of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis*, Houses of the Oireachtas (Inquiries, Privileges and Procedures) Act, 2016.

57. C. Gleeson, «Ireland’s Austerity Budgets», *Irish Times*, 13 de diciembre de 2013.

58. Blustein, *Laid Low*, p. 157.

59. G. Wiesmann, «Merkel Seeks to Pull Bondholders into Rescues» *Financial Times*, 24 de noviembre de 2010.

60. K. Bennhold, «At Deauville, Europe Embraces Russia», *New York Times*, 18 de octubre de 2010.

61. C. Forelle, D. Gauthier-Villars, B. Blackstone y D. Enrich, «As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon», *Wall Street Journal*, 27 de diciembre de 2010.

62. Zimmermann, «A Grand Coalition for the Euro».

63. L. Barber y R. Atkins, transcripción de entrevista: Mario Draghi, *Financial Times*, 18 de diciembre de 2011.

64. A. Mody, «The Ghost of Deauville», *VoxEU*, 7 de enero de 2014.

65. *Report of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis* (Dublín, Houses of the Oireachtas, 2016), https://inquiries.oireachtas.ie/banking/

66. L. O’Carroll, «Ireland’s Central Bank Governor Confirms IMF Loan on Its Way», *Guardian*, 18 de noviembre de 2010.

67. «Jean Claude Trichet Letter to Brian Lenihan», *Irish Times*, 6 de noviembre de 2014.

68. Editorial, «Was It for This?», *Irish Times*, 18 de noviembre de 2010.

69. Sanbu, *Europe's Orphan*, p. 104.

70. A. Chopra, «Lessons from Ireland’s Financial Crisis», 2015, https:// www.youtube.com/watch?v=6XDomfai7DY

71. P. Spiegel, «Draghi’s ECB Management: The Leaked Geithner Files», *Financial Times*, 11 de noviembre de 2014.

72. *Report of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis*, Houses of the Oireachtas.

73. M. Matthijs y M. Blyth, «When Is It Rational to Learn the Wrong Lessons? Technocratic Authority, Social Learning, and Euro Fragility», *Perspectives on Politics* (2017): 1-17.

74. Eichengreen, *Hall of Mirrors*, pp. 302-311.

75. Bernanke, *Courage to Act*, pp. 482-496.

76. Véase el agudo análisis retrospectivo de N. Kocherlakota de la Reserva Federal de Mineápolis, «The Fed's Unspoken Mandate: It Wants to Be "Normal", and That's Bad for Most Americans», 13 de junio de 2017, https://www. bloomberg.com/view/articles/2017-06-13/the -fed-s-unspoken-mandate

77. «Fed Doubted QE2 Impact, Worried over “Currency War” Perception», *Reuters*, 15 de enero de 2016.

78. G. Beck, transcripción, Fox News, 3 de noviembre de 2010; Irwin, *The Alchemists*, p. 409; y Blinder, *After the Music Stopped*, pp. 248-256.

79. D. Morgan, «Palin Tells Bernanke to “Cease and Desist”», *Reuters*, 8 de noviembre de 2010; y C. Asness *et al*., «Open Letter to Ben Bernanke», *Wall Street Journal*, 15 de noviembre de 2010.

80. J. Wheatley y P. Garnham, «Brazil in “Currency War” Alert», *Financial Times*, 27 de febrero de 2010.

81. Irwin, *The Alchemists*, p. 257.

82. «Interview with German finance minister Schäuble, The US Has Lived on Borrowed Money for Too Long», *Spiegel Online*, 8 de noviembre de 2010; y «Global Anger Swells at US Fed Actions», *Reuters*, 5 de noviembre de 2010.

83. R. Atkins, «Germany Attacks US Economic Policy», *Financial Times*, 7 de noviembre de 2010.

84. B. S. Bernanke, «Federal Reserve Policy in an International Context», *IMF Economic Review*, 65, n.º 1 (2017), pp. 5-36.

85. «UPDATE 2-Geithner: Beijing Supportive of G20 Rebalancing Effort», *Reuters*, 8 de noviembre de 2010.

86. Morgan, «Palin Tells Bernanke to “Cease and Desist”».

87. R. Neil, «Non-US Banks' Claims on the Federal Reserve», *BIS Quarterly Review*, marzo de 2014; y C. Choulet, «QE and Bank Balance Sheets: The American Experience», BNP Paribas, *Conjoncture*, 7 y 8 (julio-agosto de 2015), pp. 3-19.

1. P. Krugman y R. Wells, «Where Do We Go from Here?», *New York Review of Books*, 13 de enero de 2011; P. Krugman, «The Intimidated Fed», *New York Times*, 28 de abril de 2011; y P. Krugman, «Against Learned Helplessness», *New York Times*, 29 de mayo de 2011.

2. P. Krugman, «The Mistake of 2010», *New York Times*, 2 de junio de 2011.

3. «Playboy Interview: Paul Krugman», *Playboy*, 15 de febrero de 2012.

4. A. Etzioni, «No Marshall Plan for the Middle East», *Prism*, 3, n.º 1 (2011), pp. 75-86.

5. T. Duncan, «The Federal Reserve Is Causing Turmoil Abroad», *Wall Street Journal*, 23 de febrero de 2011.

6. «Blood on Bernanke's Hands», *Mish's Global Economic Trend Analysis*, 27 de enero de 2011, http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2011/01/ blood-on-bernankes-hands -riots-in-egypt.html

7. P. Krugman, «Droughts, Floods and Food», *New York Times*, 6 de febrero de 2011.

8. I. Bremmer y N. Roubini, «AG-Zero World: The New Economic Club Will Produce Conflict, Not Cooperation», *Foreign Affairs*, 90 (2011), p. 2.

9. J. M. Magone, «Portugal Is Not Greece», *Perspectives on European Politics and Society*, 15.3 (2014), pp. 346-360.

10. S. Hessel, *Indignez-vous!* (París, Indigène éditions, 2010).

11. E. Castañeda, «The Indignados of Spain: A Precedent to Occupy Wall Street», *Social Movement Studies* 11.3-4 (2012), pp. 309-319.

12. «“We Are Not Goods on Politicians and Bankers’ Hands” - A Letter from Spain», 13 de junio de 2011, http://www.fondation-bourdieu.org/index. php?id=20&tx_ttnews%5Btt_news%5D=40&

13. J. M. Antentas, «Spain: The Indignados Rebellion of 2011 in Perspective», *Labor History*, 56.2 (2015), pp. 136-160.

14. A. A. Ellinas, «The Rise of Golden Dawn: The New Face of the Far Right in Greece», *South European Society and Politics*, 18, n.º 4 (2013), pp. 543-565.

15. N. Hughes, «“Young People Took to the Streets and All of a Sudden All of the Political Parties Got Old”: The 15M Movement In Spain», *Social Movement Studies*, 10, n.º 4 (2011), pp. 407-413; y M. Kaika y K. Lazaros, «The Spatialization of Democratic Politics: Insights from Indignant Squares», *European Urban and Regional Studies*, 23, n.º 4 (2016), pp. 556-570.

16. E. Romanos, «Evictions, Petitions and Escraches: Contentious Housing in Austerity Spain», *Social Movement Studies*, 13, n.º 2 (2014), pp. 296-302.

17. Inspirado en las protestas argentinas destinadas a desenmascarar a los torturadores del régimen militar, S. Kaiser, «Escraches: Demonstrations, Communication and Political Memory in Post-Dictatorial Argentina», *Media, Culture & Society*, 24, n.º 4 (2002), pp. 499-516.

18. W. Streeck, *Buying the Time: The Delayed Crisis of Democratic Capitalism* (Londres, Verso, 2014), 116.

19. M. Kaldor y S. Selchow, «The “Bubbling Up” of Subterranean Politics in Europe», *Journal of Civil Society*, 9, n.º 1 (2013), pp. 78-99.

20. Para un agudo análisis de la nueva retórica popular de Tsipras, véase J. B. Judis, *The Populist Explosion* (Nueva York, Columbia Global Reports, 2016), ubicaciones Kindle 1516-1517. Para una visión de la extrema izquierda, véase K. Ovenden, *Syriza: Inside the Labyrinth* (Londres, Pluto Press, 2015).

21. C. Delclós, *Hope Is a Promise* (Londres, Zed Books, 2015).

22. D. Hancox, «Why Ernesto Laclau Is the Intellectual Figurehead for Syriza and Podemos», *Guardian*, 9 de febrero de 2015.

23. P. Iglesias, *Politics in a Time of Crisis: Podemos and the Future of European Democracy* (Londres, Verso, 2015), p. 61.

24. Paul Krugman, «The Expansionary Austerity Zombie», *New York Times*, 20 de noviembre de 2015.

25. C. Forelle y M. Walker, «Dithering at the Top Turned EU Crisis to Global Threat», *Wall Street Journal,* 29 de diciembre de 2011.

26. Papaconstantinou, *Game Over*, ubicaciones Kindle 3083-3095.

27. Bastasin, *Saving Europe*, p. 223.

28. R. Atkins, «ECB Raises Rates for First Time Since 2008», *Financial Times*, 7 de abril de 2011; y R. Atkins, «ECB Raises Interest Rates to 1.5%», *Financial Times*, 7 de julio de 2011.

29. J. Stark, «ECB Must Favour No Nation», *Financial Times*, 30 de marzo de 2011.

30. Bastasin, *Saving Europe*, p. 268; Gabor, «Power of Collateral», p. 27; y D. M. Woodruff, «Governing by Panic: The Politics of the Eurozone Crisis», *Politics & Society*, 44.1 (2016), pp. 81-116.

31. Banco de Inglaterra, *Financial Stability Report* (diciembre de 2011).

32. P. Garheim, «Traders “Short” Dollar as Currency Loses Attraction», *Financial Times*, 7 de marzo de 2011; y C. Comstock, «Check Out the Hedge Funds Profiting Off Big Europe Shorts», *Business Insider,* 5 de agosto de 2011.

33. Para una nítida disección del argumento, véanse Sandbu, *Europe's Orphan*, pp. 118-122; y Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidaity*, pp. 266-302.

34. Para una bibliografía admirablemente exhaustiva y multilingüe del debate, véase la página web del profesor Sinn, http://www.hanswernersinn.de/en/ controversies/TargetDebate

35. W. Jacoby, «Germany and the Eurocrisis: The Timing of Politics and the Politics of Timing» (Casos ACES, n.º 2014.3, 2014).

36. C. Forelle y M. Walker, «Dithering at the Top», *Wall Street Journal*, 29 de diciembre de 2011.

37. C. Reiermann, «Greece Considers Exit from Euro Zone», *Spiegel Online*, 6 de mayo de 2011; y «Bailing Out the Bail-out», *Economist*, 9 de mayo de 2011.

38. C. Forelle, «Luxembourg Lies on Secret Meeting», *Wall Street Journal*, 9 de mayo de 2011; y V. Pop, «Eurogroup Chief»: "I'm for Secret, Dark Debates"», 21 de abril de 2011, https://euobserver.com/economic/32222

39. Blustein, *Laid Low*, p. 201.

40. «Mo Country Is an Island: Ireland and the IMF», *IMF* (blog), 14 de julio de 2011, https://blogs.imf.org/2011/07/14/no-country-is-an-island-ireland-andthe-imf/

41. N. Véron, «The IMF's Role in the Euro Area Crisis: Financial Sector Aspects» (IEO *Background Paper* BP/16-02/10, FMI, 2016).

42. D. Strauss-Kahn, «Crisis Management Arrangements for a European Banking System» (discurso, Bruselas, 19 de marzo de 2010), https://www.imf. org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp031910

43. P. J. Williams, «L'Affaire DSK: Presumption of Innocence Lost», *Nation*, 24 de mayo de 2011.

44. P. Wilkinson, «Sarkozy Party Chief Denies DSK “Plot Claim”», CNN, 28 de noviembre de 2011.

45. M. Naß, «USA wollen mehr deutsche Verlässlichkeit», *Die Zeit*, 5 de junio de 2011.

46. Informe del FMI 11/175 (julio de 2011).

47. A. Faiola y H. Schneider, «Debt Crisis Threatens Italy, One of Euro Zone's Biggest Economies» *Washington Post*, 12 de julio de 2011; y S. Castle, «Italian Debt Adds to Fears in Euro Zone», *New York Times*, 10 de julio de 2011.

48. O. Helgadóttir, «The Bocconi Boys Go to Brussels: Italian Economic Ideas, professional Networks and European Austerity», *Journal of European Public Policy*, 23, n.º 3 (2016), pp. 392-409; y M. Blyth, *Austerity: The History of a Dangerous Idea* (Oxford, Oxford University Press, 2013), pp. 170-171.

49. A. Friedman, *Berlusconi: The Epic Story of the Billionaire Who Took Over Italy* (Nueva York, Hachette, 2015).

50. S. Braghiroli, «The Italian Local Elections of 2011: Four Ingredients for a Political Defeat», *Bulletin of Italian Politics*, 3, n.º 1 (2011), pp. 137-157.

51. «Helmut Kohl rechnet mit Merkels Europapolitik ab», *Spiegel Online*, 17 de julio de 2011.

52. T. Alloway, «Goldman Answers 10 Questions on Italy», *Financial Times*, 18 de julio de 2011.

53. Bastasin, *Saving Europe*, p. 313.

54. ETF, «Market-Implied Default Probabilities and Credit Indexes», 30 de diciembre de 2011, http://www.etf.com/publications/journalofindexes/joiarticles/10605-market-implied-default-probabilities-and-credit-indexes. html?nopaging=1

55. L. Thomas Jr., «Pondering a Dire Day: Leaving the Euro», *New York Times*, 12 de diciembre de 2011.

56. R. De Bock, «What Happens in Emerging Markets If Recent Bank and Portfolio Inflows Reverse?», FMI, 15 de abril de 2012.

57. J. Barthélémy, V. Bignon y B. Nguyen, «Illiquid Collateral and Bank Lending During the European Sovereign Debt Crisis», *Mimeo,* 2017.

58. 58. Bastasin, *Saving Europe*, p. 293.

59. G. Wearden, «European Debt Crisis Meeting», *Guardian*, 21 de julio de 2011.

60. Blustein, *Laid Low*, p. 227.

61. Un alarde confirmado por un análisis económico que indica que la rebaja en realidad fue mínima. J. Zettelmeyer, C. Trebesch y M. Gulati, «The Greek Debt Restructuring: An Autopsy», *Economic Policy*, 28, n.º 75 (2013), pp. 513-563.

62. Para esta y la siguiente, «EU Leaders Must Now Persuade Investors That New Drive Can Work», 22 de julio de 2011, http://business.financialpost. com/news/economy/eu-leaders-must-now-persuade-investors-that-new-drivecan-work

63. R. Milne y J. Wilson, «Deutsche Bank Hedges Italian Risk», *Financial Times*, 26 de julio de 2011.

64. V. Damiani, «Italian Prosecutor Investigates Deutsche Bank over 2011 Bond Sale», *Reuters*, 6 de mayo de 2016.

65. T. E. Mann y N. J. Ornstein, *It's Even Worse Than It Looks*, 2.ª ed. (Nueva York, Basic Books, 2016).

66. Tesoro de EE.UU., «As US Reaches Debt Limit, Geithner Implements Additional Extraordinary Measures», 16 de mayo de 2011, https://www.trea sury.gov/connect/blog/Pages/Geithner -Implements-Additional-ExtraordinaryMeasures-to-Allow-Continued-Funding -of-Government-Obligations.aspx

67. G. Sargent, «Nonstop Chatter About Deficit Does Nothing to Reassure People About Economy», *Washington Post*, 28 de abril de 2011.

68. P. Wallsten, L. Montgomery y S. Wilson, «Obama's Evolution: Behind the Failed "Grand Bargain" on the Debt», *Washington Post*, 17 de marzo de 2012.

69. «Trillion Dollar Coin», https://en.wikipedia.org/wiki/Trillion_dollar_coin

70. «Debt Limit Analysis», julio de 2011, http://cdn.bipartisanpolicy.org/ wp-content/uploadssites/default/files/DebtLimitAnalysis.pdf

71. N. Krishnan, A. Martin y A. Sarkar, «Pick Your Poison: How Money Market Funds Reacted to Financial Stress in 2011», *Liberty Street Economics* (blog), 2013.

72. D. A. Austin y R. S. Miller, «Treasury Securities and the US Sovereign Credit Default Swap Market», *CRS Report for Congress*, n.º 7-5700, 2011.

73. K. Drum, «Quote of the Day: Hostages and Ransom Demands», *Mother Jones*, 3 de agosto de 2011, http://www.motherjones.com/kevin-drum/2011/08/ quote-day-hostage-and-ransom-notes

74. Redacción del *Washington Post*, «Origins of the Debt Showdown», *Washington Post*, 6 de agosto de 2011.

75. «US Credit Rating Downgraded», *Economist*, 3 de agosto de 2011.

76. «Research Update: United States of America Long-Term Rating Lowe red to AA+», 6 de agosto de 2011, http://www.standardandpoors.com/en_AP/ web/guest/article/-/view/sourceId/6802837

77. Tesoro de EE.UU., «Just the Facts», 6 de agosto de 2011, https://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Just-the-Facts-SPs-2-Trillion-Mistake.aspx

78. M. Walker, D. Paletta y B. Blackstone, «Global Crisis of Confidence», *Wall Street Journal*, 13 de agosto de 2011.

79. «FBI Documents Reveal Secret Nationwide Occupy Monitoring», 21 de diciembre de 2012, http://www.justiceonline.org/fbi_files_ows

80. «Media Coverage of Occupy vs. Tea Party», 21 de octubre de 2011, http://www.journalism.org/numbers/tale-two-protests/

81. M. A. Gould-Wartofsky, *The Occupiers: The Making of the 99 Percent Movement* (Oxford, Oxford University Press, 2015).

82. E. Addly, «Occupy Movement: From Local Action to a Global Howl of Protest», *Guardian*, 17 de octubre de 2011.

83. J. Zeley y M. Thee-Brenan, «New Poll Finds a Deep Distrust of Government», *New York Times*, 25 de octubre de 2011; y «Americans' Approval of Congress Drops to Single Digits», *New York Times*, 25 de octubre de 2011.

1. «Pressestatements», 1 de septiembre de 2011, https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Mitschrift/Pressekonferenzen/2011/09/2011-09-01-merkel-coelho.html

2. V. A. Schmidt y M. Thatcher, «Why Are Neoliberal Ideas So Resilient in Europe's Political Economy?», *Critical Policy Studies*, 8, n.º 3 (2014), pp. 340-347.

3. Q. Peel, «Germany and the Eurozone: Besieged in Berlin», *Financial Times*, 26 de septiembre de 2011.

4. «Merkel im Bundestag: Die größte Belastungsprobe, die es je gab», *Die Zeit*, 26 de octubre de 2011.

5. Clásicamente expresado por F. Fukuyama, *The End of History and the Last Man* (Nueva York, Free Press, 1992).

6. Argumentado contundentemente en W. Streeck, *Buying Time*.

7. G. Dinmore y R. Atkins, «ECB Letter Shows Pressure on Berlusconi», *Financial Times*, 29 de septiembre de 2011.

8. E. Lobina y R. Cavallo, «The Campaign Against Water Privatisation in Italy», 2011, https://research.ncl.ac.uk/media/sites/researchwebsites/gobacit/ Emanuele%20Lobina.pdf

9. G. Angiulli, «The State of Emergency in Italy» (Universidad de Trento, 2009) mimeo, http://www.jus.unitn.it/cocoa/papers/PAPERS%204TH%20PDF%5CEmergency%20Italy%20Angiulli.pdf

10. G. Tremlett, «Spain Changes Constitution to Cap Budget Deficit», *Guardian*, 26 de agosto de 2011.

11. Citado en G. Hewitt, *The Lost Continent: The Inside Story of Europe's Darkest Hour Since World War Two* (Londres, Hodder & Stoughton, 2013), p. 184.

12. «Financial Markets in Early August 2011», ECB, *Monthly Bulletin*, septiembre de 2011.

13. Bastasin, *Saving Europe*, p. 306; y V. Constancio, «Contagion and the European Debt Crisis», *Financial Stability Review*, 16 (2012), pp. 109-121.

14. M. Schlieben y L. Caspari, «Merkels Mehrheit für einen Tag», *Die Zeit*, 29 de septiembre de 2011.

15. J. Ewing y N. Kulish, «A Setback for the Euro Zone», *New York Times,* 9 de septiembre de 2011.

16. S. Fidler, «EFSF Leverage: A Rundown», *Wall Street Journal*, 27 de septiembre de 2011.

17. FMI, *Global Financial Stability Report* (Washington, D.C., FMI, 2009).

18. C. Lagarde, «Global Risks Are Rising, But There Is a Path to Recover», 27 de agosto de 2011, https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/ sp082711

19. IIF, *The Cumulative Impact on the Global Economy of Changes in the Financial Regulatory Framework*, septiembre de 2011.

20. B. Masters y T. Braithwaite, «Tighter Rules on Capital: Bankers Versus Basel», *Financial Times*, 2 de octubre de 2011.

21. «Federal Reserve Aid to the Eurozone: Its Impact on the US and the Dollar», https://archive.org/stream/gov.gpo.fdsys.CHRG-112hhrg75083/ CHRG-112hhrg75083_djvu.txt

22. Bespoke Investment Group, «A Look at Bank and Broker Credit Default Swap Prices», seekingalpha.com, 15 de febrero de 2017.

23. Geithner, *Stress Test*, p. 474.

24. M. Krupa y J. Riedl, «Ach, die Maria!», *Die Zeit*, 21 de junio de 2012.

25. Geithner, *Stress Test*, p. 473.

26. «EFSF Leverage Explained», 28 de octubre de 2011, https://www.macrobusiness.com.au/2011/10/efsf-leverage-explained/

27. J. Chaffin, A. Barker y K. Hope, «Geithner Warns EU of “Catastrophic Risk”», *Financial Times*, 17 de septiembre de 2011.

28. S. Castle, L. Story, «Advice on Debt? Europe Suggests US Can Keep It», *New York Times*, 16 de septiembre de 2011.

29. C. Giles, «Financial Institutions Stare into the Abyss», *Financial Times*, 22 de septiembre de 2011.

30. L. Summers, «The World Must Insist That Europe Act», *Financial Times*, 18 de septiembre de 2011.

31. H. Stewart, «Eurozone Ministers Under Pressure as Debt Crisis Dominates IMF Summit», *Financial Times*, 24 de septiembre de 2011.

32. «IMF Survey: Lagarde Urges Collective Action to Restore Confidence», 15 de septiembre de 2011, http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/ so/2011/NEW091511A.htm

33. N. Whitbeck, «Dexia-Rise and Fall of a Banking Giant», *Les Etudes Du Club*, n.º 100, 2013.

34. Acharya y Steffen, «The Banking Crisis as a Giant Carry Trade Gone Wrong».

35. M. Sparkes y A. Wilson, «Debt Crisis: As It Happened», *Telegraph*, 5 de octubre de 2011.

36. A. Lucchetti, «MF Global Told to Boost Capital», *Wall Street Journal*, 17 de octubre de 2011; y Cause of Action, «The Collapse of MF Global: Summary & Analysis», https://causeofaction.org/wp-content/uploads/2013/06/MFGlobal-Summary-and-Analysis1.pdf

37. «Regierungserklärung», 26 de octubre de 2011, https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Regierungserklaerung/2011/201110-27-merkel-eu-gipfel.html

38. Bastasin, *Saving Europe*, p. 332; el extraordinario blog «Debt Crisis as It Happened», *Telegraph*, 26 de octubre de 2011; y Papaconstantinou, *Game Over,* capítulo 19.

39. R. Donadio y N. Kitsantoni, «Thousands in Greece Protest Austerity Bill», *New York Times*, 19 de octubre de 2011.

40. A. Visvizi, «The Crisis in Greece, Democracy, and the EU», 10 de diciembre de 2012, https://www.carnegiecouncil.org/publications/ethics_ online/0076/:pf_printable

41. Para la crónica de la reunión de Cannes, véase P. Spiegel, *How the Euro Was Saved* (Londres, Financial Times, 2014).

42. «Lucas Papademos: A Man Who Tried to Rescue Greece», *BBC News*, 25 de mayo de 2017.

43. Blustein, *Laid Low*, pp. 271-276.

44. P. Spiegel, «Draghi’s ECB Management: The Leaked Geithner Files», *Financial Times*, 11 de noviembre de 2014.

45. Geithner, *Stress Test*, pp. 476.

46. Para una crónica que insiste en la muerte de la presidencia de Berlusconi por causas naturales y la legitimidad del papel de Napolitano, véase A. Benvenuti, «Between Myth and Reality: The Euro Crisis and the Downfall of Silvio Berlusconi», *Journal of Modern Italian Studies*, 22.4 (2017), pp. 512-529.

47. M. Walker, C. Forelle y S. Meichtry, «Deepening Crisis over Euro Pits Leader Against Leader», *Wall Street Journal*, 30 de diciembre de 2011; y «Kissinger: "I Tell You What Napolitano Did in 2011 and 2014"», 26 de noviembre de 2015, http://www.ilgiornale.it/news/cro nache/kissinger-vi-dico-cosa-hafatto-napolitano-2011-e-2014-1198786.html

48. Friedman, *Berlusconi*, pp. 207-237.

49. «Profile: Mario Monti», *BBC News*, 18 de febrero de 2013.

50. G. Pastorella, «Technocratic Governments: Power, Expertise and Crisis Politics in European Democracies» (tesis de doctorado, London School of Economics and Political Science, 2016).

51. S. Foley, «What Price the New Democracy?», *Independent*, 18 de noviembre de 2011.

52. Entrevista con Hans Knundani, septiembre de 2017.

53. P. Spiegel, «It Was the Point Where the Eurozone Could Have Exploded», *Financial Times*, 11 de mayo de 2014.

54. E. Kuehnen y A. Breidthardt, «ECB Should Stay Out of EFSF Leveraging: Buba Chief», *Reuters*, 17 de septiembre de 2011.

55. Spiegel, «It Was the Point Where the Eurozone Could Have Exploded».

56. «Klare Umfragemehrheit für Rot-Grün», *Die Zeit*, 16 de diciembre de 2011.

57. P. Spiegel, «If the Euro Falls, Europe Falls», *Financial Times*, 15 de mayo de 2014.

58. T. Durden, «Presenting Deutsche Bank's Pitchbook to the ECB to Go "All In"», *Zero Hedge* (blog), 15 de noviembre de 2011.

59. Redacción de *Spiegel*, «Germany's Central Bank Against the World», *Spiegel Online*, 15 de noviembre de 2011.

60. «Germany Suffers “Disaster” at Bond Auction», *Telegraph*, 23 de noviembre de 2011.

61. R. Sikorski, «Poland and the Future of the European Union», 28 de noviembre de 2011, http://www.mfa.gov.pl/resource/33ce6061-ec12-4da1-a145-

01e2995c6302:JCR

62. Bastasin, *Saving Europe* (2.ª ed.), ubicación Kindle 6847-7544.

63. C. Giles y G. Parker, «Osborne Urges Eurozone to “Get a Grip”», *Financial Times*, 20 de julio de 2011; y A. Woodcock y D. Higgens, «Eurozone Crisis: David Cameron Calls for Action», *Independent*, 2 de diciembre de 2011.

64. I. Traynor *et al*., «David Cameron Blocks EU Treaty with Veto, Casting Britain Adrift in Europe», *Guardian,* 9 de diciembre de 2011.

65. Bastasin, *Saving Europe*, pp. 342-351.

66. *Rapport Annuel de la Banque de France* (París, 2011), pp. 37, 92.

67. J. Daley, «Eurozone Crisis: The US Has to Ride to the Rescue Once Again», *Telegraph*, 3 de diciembre de 2011.

68. *Spiegel*, «If the Euro Falls, Europe Falls».

69. «FT Person of the Year: Mario Draghi», *Financial Times*, 13 de diciembre de 2012; y A. Verdun, «Political Leadership of the European Central Bank», *Journal of European Integration*, 39, n.º 2 (2017), pp. 207-221.

70. L. Barber y R. Atkins, transcripción de la entrevista de *FT*: Mario Draghi, *Financial Times*, 18 de diciembre de 2011.

71. BCE, «Introductory Statement by Mario Draghi», 1 de diciembre de 2011, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111201.en.html

72. B. Blackstone, M. Karnitschnig y R. Thomson, «Europe's Banker Talks Tough», *Wall Street Journal,* 24 de febrero de 2012; para comentarios más extensos de Draghi sobre desempleo, véase M. Draghi, «Unemployment in the Euro Area», https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2014/2014Draghi.pdf

73. Para esta y la siguiente véase Barber y Atkins, transcripción de entrevista de *FT*: Mario Draghi.

74. Bastasin, *Saving Europe*, pp. 343-345.

75. E. Kuehnen, «ECB Wall of Cash Averts Credit Crunch», *Reuters*, 27 de febrero de 2012, https://uk.reuters.com/article/us-ecb-m3/ecb-wall-of-cashaverts-credit-crunch-idUSTRE81Q0XP20120227

76. J. Cotterill, «Keep On Carrying On LTROs», *Financial Times*, 7 de octubre de 2011; y «ECB Announces Details of Refinancing Operations from October 2011», http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111006_4.en.html

77. R. Atkins y T. Alloway, «ECB Launches New Support for Banks», *Financial Times*, 8 de diciembre de 2011.

78. Barber y Atkins, transcripción de la entrevista de *FT*: Mario Draghi.

79. P. Jenkins, M. Watkins y R. Sanderson, «Draghi's Cash Tonic Makes Bank Smile», *Financial Times*, 1 de marzo de 2012.

80. J. Plender, «Beware Sovereign Stress If ECB Backdoor Bet Backfires», *Financial Times*, 28 de febrero de 2012.

81. G. Wiesmann, P. Spiegel y R. Wigglesworth, «S&P Downgrades France and Austria», *Financial Times*, 14 de enero de 2012.

82. «Merkel: World Needs a Decade to Recover from the Crisis», 7 de noviembre de 2011, https://www.newsmax.com/t/finance/article/417090

1. K. Hughes y L. Rojas, «G20 Pushes for Extra Steps from Europe on Crisis», 21 de enero de 2012, http://www.livemint.com/Politics/JVBm6EC tqt9oBlHCDcRZ2L/G20-pushes-for -extra-steps-from-Europe-on-crisis.html

2. «IMF Note on Global Economic Prospects and Policy Changes», 25 de febrero de 2012, https://www.imf.org/external/np/g20/022512.htm

3. S. Böll *et al*., «European Politicians in Denial as Greece Unravels», *Spiegel Online*, 30 de enero de 2012.

4. P. Spiegel, «Inside Europe's Plan Z», *Financial Times*, 14 de mayo de 2014.

5. B. McLannahan y K. Hille, «China and Japan Unite on IMF Resources», *Financial Times*, 19 de febrero de 2012.

6. S. Foxman, «European Firewall Capacity Raised to €800 Billion», *Business Insider*, 30 de marzo de 2012, http://www.businessinsider.com/europeanfirewall-capacity-raised-to-800-billion-2012-3

7. Para una excelente disección de las negociaciones griegas a principios de 2012, véase K. H. Roth, *Greece: What Is to Be Done?* (Winchester, Zero Books, 2013).

8. G. Wiesmann y Q. Peel, «Berlin Split on Bail-out for Greece», *Financial Times*, 16 de febrero de 2012.

9. Lo siguiente se basa en J. Zettelmeyer, C. Trebesch y M. Gulati, «The Greek Debt Restructuring: An Autopsy», *Economic Policy*, 28, n.º 75 (2013), pp. 513-563.

10. Y. Mouzakis, «Where Did All the Money Go?», *Macropolis*, 5 de enero de 2015, http://www.macropolis.gr/?i=portal.en.the-agora.2080

11. Para lo siguiente, J. Schumacher y B. Weder di Mauro, «Diagnosing Greek Debt Sustainability: Why Is It So Hard?», *Brookings Papers on Economic Activity* (2015).

12. CADTM, «Evolution of the Greek Public Debt During 2010-2015», http://www.cadtm.org/Evolution-of-the-Greek-public-debt

13. FRED, «Current Price Gross Domestic Product in Greece», https://fred.stlouisfed.org/series/GRCGDPNADSMEI

14. Spiegel, «Inside Europe’s Plan Z».

15. E. Dinas y L. Rori, «The 2012 Greek Parliamentary Elections: Fear and Loathing in the Polls», *West European Politics*, 36, n.º 1 (2013), pp. 270-282.

16. P. Spiegel, «Greeks Urged to Run Poll as Vote on Euro», *Financial Times*, 17 de mayo de 2012.

17. B. Clift, «Le Changement? French Socialism, the 2012 Presidential Election and the Politics of Economic Credibility Amidst the Eurozone Crisis», *Parliamentary Affairs*, 66, n.º 1 (2013), pp. 106-123; y N. Hewlett, «Voting in the Shadow of the Crisis: The French Presidential and Parliamentary Elections of 2012», *Modern & Contemporary France*, 20, n.º 4 (2012), pp. 403-420.

18. F. Hollande, *Le Changement C'est Maintenant* (París, Libération, 2012).

19. S. Erlanger, «Socialists' Victory in France Buttresses Hollande's Power», *New York Times*, 17 de junio de 2012.

20. C. Ban, «Austerity Versus Stimulus? Understanding Fiscal Policy Change at the International Monetary Fund Since the Great Recession», *Governance*, 28, n.º 2 (2015), pp. 167-183.

21. D. Leigh y O. J. Blanchard, «Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers» (IMF Working Paper, 13/1, Washington, D.C., 2013).

22. C. Luther, «Mit Hollande wird es Merkel nicht leicht haben», *Die Zeit*, 16 de mayo de 2012.

23. S. Bajohr, «Die nordrhein-westfälische Landtagswahl vom 13. Mai 2012: Von der Minderheit zur Mehrheit», *Zeitschrift für Parlamentsfragen* (2012), pp. 543-563.

24. «Landtag beschließt Neuwahlen in NRW», *Die Zeit*, 14 de marzo de 2012.

25. «Ein Sommer ohne Sonne», http://cicero.de/innenpolitik/ein-sommerohne-sonne/51299

26. Estudio de economía de la Reserva Federal de San Luis, «Spain: Unemployment and the Crisis», https://research.stlouisfed.org/dashboard/770

27. A. Cárdenas, «The Spanish Savings Bank Crisis: History, Causes and Responses» (IN3 Working Paper Series, 2013); Santos, «Antes del Diluvio» (2017) y, sobre todo, la crónica indispensable de T. Santos, «El Diluvio: The Spanish Banking Crisis, 2008-2012», manuscrito (2017), Escuela de Negocios de Columbia, Universidad de Columbia.

28. F. Ortiz, «Newsmaker Rajoy Leans on Abrasive Economist in Spanish Crisis», CNBC, 25 de octubre de 2012, https://www.cnbc.com/id/100046357

29. V. Mallet y M. Johnson, «The Bank That Broke Spain», *Financial Times*, 21 de junio de 2012.

30. FMI, «Global Economic Prospects and Policy Changes», 25-26 de febrero de 2012, https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/022512.pdf

31. R. Minder, N. Kulish y P. Geitner, «Spain to Accept Rescue from Europe for Its Ailing Banks», *New York Times,* 9 de junio de 2012.

32. G. Tremlett, «Spain Issues Dramatic Messages of Impending Eurozone Doom», *Guardian*, 14 de junio de 2012.

33. J. Pisani-Ferry, «Tim Geithner and Europe's Phone Number», *Bruegel*, 4 de febrero de 2013.

34. «G20 Summit: Leaders Alarmed over Eurozone Crisis», *BBC News*, 19 de junio de 2012.

35. «Can This Man Save Europe?», *Time*, 20 de febrero de 2012.

36. N. Véron, «Tectonic Shifts», *Finance & Development*, 51, n.º 1 (marzo de 2014).

37. Spiegel, «If the Euro Falls, Europe Falls».

38. Dinas y Rori, «The 2012 Greek Parliamentary Elections».

39. Michael Kaczmarek, «SPD-Troika: Fiskalpakt nicht antasten, aber ergänzen», 15 de mayo de 2012, http://www.euractiv.de/section/wahlen-und-macht/ news/spd-troika-fiskalpakt-nicht-antasten-aber-erganzen/

40. Bastasin, *Saving Europe*, ubicación Kindle 8460.

41. D. G. Smith, «Merkel’s Hard Line “Could Kill the Euro”», *Spiegel Online*, 28 de junio de 2012.

42. J. A. Emmanouilidis, «The Prospects of Ambitious Muddling Through», 2 de julio de 2012, http://www.epc.eu/documents/uploads/pub_2765_post-sum mit_analysis_-_2_july_2012.pdf

43. Redacción de *Spiegel*, «German Dominance in Doubt After Summit Defeat», *Spiegel Online*, 2 de julio de 2012.

44. C. Volkery, «Monti's Uprising», *Spiegel Online*, 29 de junio de 2012.

45. «Spanish Bank Borrowings from ECB Continue Parabolic Rise», 14 de agosto de 2012, http://www.zerohedge.com/news/spanish-bank-borrowingsecb-continue-parabolic-rise

46. S. P. Chan y R. Cooper, «Debt Crisis: As It Happened», *Telegraph*, 24 de julio de 2012.

47. A. Monaghan, «Sir Mervyn King Admits Policymakers Made “Major Mistakes” in Financial Crisis», *Telegraph*, 27 de julio de 2012.

48. En una conversación con un amigo, Draghi utilizó una expresión italiana más vistosa. Véase Bastasin, *Saving Europe*, ubicación Kindle 8731. La hostilidad e incomprensión mostrada por los comentaristas anglófonos hacia el proyecto del euro también fue citada por Jörg Asmussen semanas antes de la aparición de Draghi en Londres. Véase J. Asmussen, «Building Trust in a World of Unknown Unknowns-Central Bank Communication Between Markets and Politics in the Crisis», discurso en la cumbre de Comunicación Europea 2012, Bruselas, 6 de julio de 2012.

49. BCE, «Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi», 26 de julio de 2012, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html

50. Para esta y la siguiente, véase P. Carrel, N. Barkin y A. Breidthardt, «Special Report: Inside Mario Draghi's Euro Rescue Plan», *Reuters,* 25 de septiembre de 2012.

51. «No Time to Lose», *Spiegel Online*, 30 de julio de 2012.

52. «Schäuble Unmoved by Geithner's Pleas», *Deutsche Welle*, 31 de julio de 2012; y G. Heller, «Geithner, Schaeuble Discuss Euro on Windy German Island», *Reuters*, 30 de julio de 2012.

53. Geithner, *Stress Test*, p. 483.

54. «Draghi’s ECB Management: The Leaked Geithner Files».

55. Geithner, *Stress Test*, p. 483.

56. P. Carrel, N. Barkin y A. Breidthardt, «Special Report: Inside Mario Draghi's Euro Rescue Plan», *Reuters,* 25 de septiembre de 2012.

57. *Strippenzieher*, pp. 96-97.

58. Gammelin y Löw, *Europas* V. Pop, «China Urges Germany and France to Solve Euro-Crisis», 30 de agosto de 2012, https://euobserver.com/china/ 117376

59. D. Lombardi, «The European Central Bank’s Bond Buying Program», 25 de septiembre de 2012,https://www.brookings.edu/opinions/the-europeancentral-banks-bond-buying-program-is-berlin-the-greatest-beneficiary/amp/

60. Bastasin, *Saving Europe*, ubicaciones Kindle 8910-8912.

61. BCE, «Technical Features of Outright Monetary Transactions», 6 de septiembre de 2012, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/ pr120906_1.en.html

62. Rueda de prensa del FOMC, 13 de septiembre de 2012, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20120913.htm

63. Bernanke, *El valor de actuar*, p. 532.

64. A. Hall, «EU Summit: How Germany Reacted to Merkel's "Defeat"», *Telegraph*, 30 de junio de 2012.

65. E. Helleiner, *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown* (Oxford, Oxford University Press, 2014).

66. D. W. Drezner, *The System Worked: How the World Stopped Another Great Depression* (Oxford, Oxford University Press, 2014).

67. Se inició con el discurso de aceptación del premio Nobel T. J. Sargent en diciembre de 2011. T. J. Sargent, «Nobel Lecture: United States Then, Europe Now», *Journal of Political Economy*, 120, n.º 1 (2012), pp. 1-40. Véase también H. James y H.-W. Sinn, «Mutualisation and Constitutionalisation», *Vox EU*, 26 de febrero de 2013.

68. «Obama: US “The One Indispensable Nation in World Affairs”», 23 de mayo de 2012, http://www.voanews.com/a/obama_tells_air_force_academy_ us_is_one_indispensable _country_world_affairs/940158.html

69. S. G. Brooks, G. J. Ikenberry y W. C. Wohlforth, «Don’t Come Home, America: The Case Against Retrenchment», *Quarterly Journal: International Security*, 37, n.º 3 (invierno de 2012-2013), pp. 7-51; y S. M. Walt, «More or Less», http:// foreignpolicy.com/2013/01/02 /more-or-less-the-debate-on-u-s-grand-strategy/

70. B. Eichengreen, *Hall of Mirrors*.

71. https://www.facebook.com/notes/randy-fellmy/transcript-of-larrysummers-speech-at-the-imf-economic-forum-nov-8-2013/585630634864563/

1. https://www.youtube.com/watch?v=nY_T-JIDJ-c.

2. T. J. Sugrue, *The Origins of the Urban Crisis: Race and Inequality in Postwar Detroit*, 2.ª ed (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2014).

3. L. Deng, E. Seymour, M. Dewar y J. Manning Thomas, «Saving Strong Neighborhoods from the Destruction of Mortgage Foreclosures: The Impact of Community-Based Efforts in Detroit, Michigan», *Housing Policy Debate* (2017), pp. 1-27.

4. C. MacDonald y J. Kurth, «Foreclosures Fuel Detroit Blight, Cost City $500 Million: Risky Loans Contribute to Swaths of Empty Homes, Lost Tax Revenue», *The Detroit News*, 31 de junio de 2015.

5. C. S. Chung, «Zombieland/The Detroit Bankruptcy: Why Debts Associated with Pensions, Benefits, and Municipal Securities Never Die and How They Are Killing Cities Like Detroit», *Fordham Urban Law Journal*, 41 (2014), pp. 771-848.

6. J. Zeitz, «Born to Run and the Decline of the American Dream», *The Atlantic*, 24 de agosto de 2015.

7. S. Lemke, *Inequality, Poverty and Precarity in Contemporary American Culture* (Nueva York, Palgrave, 2016).

8. Para esta y las citas posteriores de Summers, véase la transcripción de D. Vinik, «Larry Summers Gave an Amazing Speech on the Biggest Economic Problem of Our Time», *Business Insider*, 17 de noviembre de 2013.

9. Reinhart y Rogoff, *This Time Is Different*.

10. P. Krugman, «The Big Fail», *The New York Times*, 6 de enero de 2013.

11. L. H. Summers, «US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound», *Business Economics*, 49, n.º 2 (2014), pp. 65-74.

12. Para una elaboración excelente del gran alcance del argumento de Summers véase B. DeLong, «Three, Four... Many Secular Stagnations», *Grasping Reality with Both Hands* (blog), 7 de enero de 2017, http://www.bradford-de long.com/2017/01/three-four-many-secular-stagnations.html

13. L. H. Summers, «The Inequality Puzzle: Piketty Book Review», *DEMOCRACY: A Journal of Ideas*, 32 (primavera de 2014).

14. E. Saez, «Striking It Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States (Updated with 2012 Preliminary Estimates)», UC Berkeley, 3 de septiembre de 2013 https://eml.berkeley.edu/~saez/saez-UStopincomes-2012.pdf

15. T. Piketty y E. Saez, «Income Inequality in the United States, 19131998», *The Quarterly Journal of Economics*, 118 (2003), pp. 1-39.

16. Saez, «Striking It Richer».

17. La distorsión obedece a que los sumamente ricos se aprovecharon de una laguna fiscal de la era Bush, que les permitió registrar sus ingresos en 2012. En 2015, la porción de la recuperación que iba a manos del 1% superior había bajado hasta el 52%. Gary Burtless, «Income Growth Has Been Negligible But (Surprise!) Inequality Has Narrowed Since 2007», *Brookings*, 22 de julio de 2016.

18. Redacción de *Politico*, «President Obama on Inequality (Transcript)», *Politico*, 4 de diciembre de 2013.

19. G. Beauchamp y L. Nelson, «The Opioid Epidemic: A Brief History», junio de 2017, PainandPSA.org.

20. Centers for Disease Control and Prevention, «Vital Signs: Overdoses of Prescription Opioid Pain Relievers-United States, 1999-2008», *Morbidity and Mortality Weekly Report*, 60 (2011), pp. 1487-1492.

21. A. Case y A. Deaton, «Rising Morbidity and Mortality in Midlife Among White Non-Hispanic Americans in the 21st Century», *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 112, n.º 49 (2015), pp. 15078-15083.

22. Véase, por ejemplo, R. Reich, *The Work of Nations: Preparing Ourselves for 21st Century Capitalism* (Nueva York, Vintage, 2010). [Trad. *El trabajo de las naciones*, Javier Vergara, 1993.]

23. W. Kimball y R. Scott, «China Trade, Outsourcing and Jobs», *Economic Policy Institute briefing paper*, 385, 11 de diciembre de 2014. Cálculos más recientes cifran el total de puestos de trabajo perdidos más cerca de los 2 millones. Véase D. H. Autor, D. Dorn y G. H. Hanson, «The China Shock: Learning from Labor-Market Adjustment to Large Changes in Trade», *Annual Review of Economics*, 8 (2016), pp. 205-240.

24. D. Card y J. E. DiNardo, «Skill-Biased Technological Change and Rising Wage Inequality: Some Problems and Puzzles», *Journal of Labor Economics*, 20.4 (2002), pp. 733-783.

25. R. Shapiro, «The Politics of Widening Income Inequality in the United States, 1977 to 2014», CBPP, Universidad de Georgetown, octubre de 2017.

26. G. Sargent, «“There’s Been Class Warfare for the Last 20 Years, and My Class Has Won”», *The Washington Post*, 30 de septiembre de 2011.

27. M. J. Lee, «Buffett: My Plan to Tax the Rich», *Politico*, 15 de noviembre de 2011.

28. J. Hayward, «The Smith Project», *Breitbart*, 3 de febrero de 2016, http:// www.breitbart.com/big-government/2016/02/03/the-smith-project-a-look-atthe-new-american-insurgency/

29. M. Phelan, «Building the House of Breitbart», *Jacobin*, 5 de noviembre de 2016.

30. «The Corruption in Academic Economics: INET's Interview with Charles Ferguson», StopForeclosureFraud.com, 25 de noviembre de 2012.

31. P. Krugman, «Challenging the Oligarchy», *The New York Review of Books*, 17 de diciembre de 2015.

32. P. Krugman, «Why Inequality Matters», *The New York Times*, 15 de diciembre de 2013.

33. Extracto de R. B. Reich, *Saving Capitalism: For the Many, Not the Few* (Nueva York, Vintage, 2015), p. 19.

34. «Bernanke, Trichet, Brown Join Pimco Advisory Board», *Reuters*, 7 de diciembre de 2015.

35. C. Goodhart y D. Schoenmaker, «The United States Dominates Global Investment Banking: Does It Matter for Europe?», *Bruegel*, 7 de marzo de 2016.

36. A. Schechter, «Market Power and Inequality: How Big Should Antitrust's Role Be in Reducing Inequality?», *ProMarket*, 14 de junio de 2016; y E. Porter, «With Competition in Tatters, the Rip of Inequality Widens», 12 de julio de 2016. Y el debate de grupo documentado por A. Schechter, «Is There a Connection Between Market Concentration and the Rise in Inequality?», 5 de mayo de 2017, https://promarket.org/connection-market-concentration-rise-in equality/

37. «Too Much of a Good Thing», *The Economist*, 26 de marzo de 2016.

38. J. Furman y P. Orszag, «A Firm-Level Perspective on the Role of Rents in the Rise of Inequality» (presentación en «Una sociedad justa», acto de centenario en honor de Joseph Stiglitz en la Universidad de Columbia, 16 de octubre de 2015), http://gabriel-zucman.eu/files/teaching/FurmanOrszag15.pdf

39. H. M. Schwartz, «Wealth and Secular Stagnation: The Role of Industrial Organization and Intellectual Property Rights», *The Russell Sage Foundation Journal*, 2.6 (2016), pp. 226-249.

40. J. Kollewe, «“Political Crap”: Tim Cook Condemns Apple Tax Ruling», *The Guardian*, 1 de septiembre de 2016.

41. P. Thiel, «Competition Is for Losers», *The Wall Street Journal*, 12 de septiembre de 2014.

42. Piketty, *Capital in the Twenty-First Century* (Cambridge, MA, Harvard University Press, 2014). [Trad. *El capital en el siglo XXI*, Fondo de Cultura Económica, 2014.]

43. R. Reich, «Income Inequality in the United States» (declaración ante el Comité Económico Conjunto, Congreso de Estados Unidos, 16 de enero de 2014).

44. E. McMurry, «Fox's Hasselbeck Knocks Obama's "Class Warfare" Speech: "He Is the System" He Criticizes», *MEDIAite*, 5 de diciembre de 2013.

45. Mildner y Howald, «Jumping the Fiscal Cliff».

46. R. T. Meyers, «The Implosion of the Federal Budget Process: Triggers, Commissions, Cliffs, Sequesters, Debt Ceilings, and Shutdown», *Public Budgeting & Finance*, 34.4 (2014), pp. 1-23.

47. http://www.fixthedebt.org/

48. P. Orszag, «Too Much of a Good Thing», *The New Republic*, 14 de septiembre de 2011.

49. R. Kuttner, «Destroying the Economy and the Democrats», *The American Prospect*, 5 de abril de 2013.

50. «Public Goals, Private Interests in Debt Campaign», *The New York Times*, 9 de enero de 2013.

51. «Stacking the Deck: The Phony “Fix the Debt” Campaign», *The Nation*, 20 de febrero de 2013.

52. «To Understand the Budget Debate, You Need to Understand the Sequester: Here's a Quick Primer», *The New Republic*, 29 de septiembre de 2013; y Mildner y Howald, «Jumping the Fiscal Cliff».

53. N. Confessore, «Senate Passes First Budget in Four Years», *The Washington Post*, 23 de marzo de 2013.

54. J. Bendery, «John Boehner on Debt Ceiling: Let's Pay China First, Then US Troops», *The Huffington Post*, 8 de mayo de 2013.

55. J. Cohn, «Don’t Blame the Tea Party for the Shutdown. Blame Boehner», *The New Republic*, 30 de septiembre de 2013.

56. S. M. Burwell, «Impacts and Costs of the Government Shutdown», archivos de la Casa Blanca, 7 de noviembre de 2013.

57. R. Radosh, «Steve Bannon, Trump’s Top Guy, Told Me He Was “a Leninist”», *The Daily Beast*, 22 de agosto de 2016.

58. A. Crooke, «Steve Bannon’s Apocalyptic “Unravelling”», *Consortium News*, 9 de mayo de 2017.

59. G. Steinhauser, «Europe Enjoys “Shutdownfreude” over US Debt Troubles», *The Wall Street Journal*, 16 de octubre de 2013.

60. M. Hujer y D. Sander, «US Fumbling Puts China at Risk», *Der Spiegel*, 22 de octubre de 2013.

61. D. Roberts, «China's State Press Calls for "Building a de-Americanized World"», *Bloomberg Businessweek*, 14 de octubre de 2013.

62. M. Park, «US Shutdown: How the World Reacted», *CNN*, 1 de octubre de 2013.

63. R. McGregor, «Congressional Impasse on IMF Shows the Tight Spot Obama Is In», *Financial Times*, 27 de enero de 2014.

64. J. Mayer, *Dark Money* (Nueva York, Doubleday, 2016).

65. N. Hemmer, «The Chamber of Commerce Is Fed Up with the Tea Party», *U.S. News & World Report*, 31 de diciembre de 2013.

66. P. Hamby, «Company Men: The US Chamber Flexes Its New Political Muscle», *CNN*, 22 de julio de 2014, http://cnn.it/1tMAhvT

67. E. Eichelberger, «How the Tea Party Is Causing Big Business to Back Democrats», *Mother Jones*, 15 de septiembre de 2014.

68. A. Altman, «The US Chamber of Commerce Is Saving the GOP Establishment at Ballot Box», *Time*, 14 de julio de 2014.

1. «Federal Reserve Board Announces Reserve Bank Income and Expense Data and Transfers to the Treasury for 2015» (comunicado de prensa, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, 11 de enero de 2016).

2. Para un análisis econométrico minucioso, que usa datos globales, véase M. Fratzscher, M. Lo Duca y R. Straub, «On the International Spillovers of US Quantitative Easing», *The Economic Journal* (2016), doi:10.1111/ecoj. 12435.

3. «A Marriage of Convenience Comes to an End», *Financial Times*, 17 de octubre de 2014.

4. Sobre la importancia de la interacción entre los movimientos de los tipos de interés y los tipos de cambio, véase B. S. Bernanke, «Federal Reserve Policy in an International Context», *IMF Economic Review*, 65.1 (2017), pp. 5-36.

5. R. N. McCauley, P. McGuire y V. Sushko, «Dollar Credit to Emerging Market Economies 1», *BIS Quarterly Review* (2015), p. 27.

6. «Zambia Raises $750 mln in Debut 10-Year Eurobond», *Reuters*, 13 de septiembre de 2012.

7. R. Wigglesworth, «Zambia Makes Bond Market Return», *Financial Times*, 7 de abril de 2014.

8. «The Dollar’s Strength Is a Problem for the World», *The Economist*, 3 de diciembre de 2016.

9. K. Miyajima e I. Shim, «Asset Managers in Emerging Market Economies», *BIS Quarterly Review*, 14 de septiembre de 2014.

10. FMI, «The Asset Management Industry and Financial Stability: Chapter 3», *Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*, abril de 2015.

11. FMI, *Global Financial Stability Report*, abril de 2015.

12. «The Never-Ending Story», *The Economist*, 14 de noviembre de 2015.

13. Sobre el ciclo de crédito global véase el artículo, muy influyente, de Hélène Rey, presentado originalmente en agosto de 2013 en Jackson Hole, «Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence» (NBER Working Paper 21162, 31 de mayo de 2015). Sobre la evolución del concepto del FMI sobre los controles de capital véase IMF Survey, «IMF Adopts Institutional View on Capital Flows», 3 de diciembre 2012, http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopol120312a

14. «Just in Case: Capital Controls Are Back as Part of Many Countries' Financial Armoury», *The Economist*, 13 de octubre de 2013.

15. C. Jones, R. Wigglesworth y J. Politi, «Fed Fights Back Against “Feral Hogs”», *Financial Times*, 24 de junio de 2013.

16. P. da Costa y A. Bull, «Bernanke Says More Progress Needed Before Stimulus Pullback», *Reuters*, 22 de mayo de 2013.

17. «The Dollar’s Strength Is a Problem for the World».

18. Miyajima y Shim, «Asset Managers in Emerging Market Economies».

19. K. Forbes, «Don’t Rush to Blame the Reserva Federal», *The New York Times*, 5 de febrero de 2014.

20. «Just in Case».

21. Véase la decidida defensa de la política de la Reserva Federal que, *a posteriori*, ofreció B. S. Bernanke: «Federal Reserve Policy in an International Context», *IMF Economic Review*, 65.1 (2017), pp. 5-36.

22. J. Frankel, C. Reinhart y B. Zoellick, «The Fed and Emerging Markets: Another Crash?», Belfer Center, Harvard Kennedy School, 15 de mayo de 2014.

23. B. Eichengreen y P. Gupta, «Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets», *CEPR's Policy Portal*, 19 de diciembre de 2013.

24. «Raghu's Reality Check», *The Economist*, 20 de septiembre de 2013.

25. C. Tugal, *The Fall of the Turkish Model: How the Arab Uprisings Brought Down Islamic Liberalism* (Nueva York, Verso, 2016), ubicaciones Kindle 3-5.

26. «Turkish Police Use Water Cannon to Disperse Remembrance Gathering», *The Guardian*, 22 de junio de 2013; y D. Dombey, «Erdogan Hits at Financiers in Effort to Quell Turkey Protests», *Financial Times*, 10 de junio de 2013.

27. D. Dombey, «Erdogan Says Same Forces Behind Brazil and Turkey Protests», *Financial Times*, 23 de junio de 2013.

28. M. Champion, «Is Erdogan’s Turkey the Next Putin’s Russia?», *Bloomberg*, 5 de junio de 2013.

29. «Fed Officials Rebuff Coordination Calls as QE Taper Looms», *Livemint*, 26 de agosto de 2013.

30. R. Harding *et al*., «India's Raghuram Rajan Hits Out at Unco-ordinated Global Policy», *Financial Times*, 30 de enero de 2014.

31. «Fed Officials Rebuff Coordination Calls as QE Taper Looms».

32. R. Harding, «Why Emerging Markets Are Unlikely to Sway the Reserva Federal», *Financial Times*, 2 de febrero de 2014.

33. «Federal Reserve Won’t Consider Problems Abroad», *The Boston Globe*, 26 de agosto de 2013.

34. P. da Costa y A. Bull, «Fed Surprises, Sticks to Stimulus as It Cuts Growth Outlook», *Reuters*, 18 de septiembre de 2013.

35. A. Fontevecchia, «Bernanke Keeps the Printing Press at Full Speed as Taper Decision Likely to Fall on Yellen», *Forbes*, 30 de octubre de 2013.

36. K. Lansing y B. Pyle, «Persistent Overoptimism About Economic Growth», *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 2 de febrero de 2015.

37. A. Kaletsky, «The Markets and Bernanke's "Taper Tantrums"», *Reuters*, 19 de septiembre de 2013.

38. «BlackRock's Fink Says There Are "Bubble-Like Markets" Again», 29 de octubre de 2013, http://www.pionline.com/article/20131029/ONLINE/ 131029857/blackrocks-fink-says-there-are-bubble-like-markets-again

39. «BlackRock Admits the Fed Is Causing “Tremendous Distortions”», *ZeroHedge* (blog), 19 de agosto de 2013.

40. W. Gross, «Survival of the Fittest?», *Investment Outlook*, Pimco, octubre de 2013.

41. Gross, «Survival of the Fittest?».

42. T. Alloway, «A Marriage of Convenience Comes to an End», *Financial Times*, 17 de octubre de 2014.

43. *Ibid*.

44. D. Ranasinghe, «Best Performing Currency in September? India’s Rupee», *CNBC*, 8 de octubre de 2013.

45. «Federal Reserve and Other Central Banks Convert Temporary Bilateral Liquidity Swap Arrangements to Standing Arrangements», Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, 31 de octubre de 2013.

46. Quien lleva más allá esta lógica es P. Mehrling, «Elasticity and Discipline in the Global Swap Network», *International Journal of Political Economy*, 44.4 (2015), pp. 311-324.

47. T. Nakamichi, «Japan to Double Indonesia, Philippines Swap Lines», *The Wall Street Journal*, 6 de diciembre de 2013.

48. «Fed Officials Rebuff Coordination Calls as QE Taper Looms», *Livemint*, 26 de agosto de 2013.

49. E. Macaskill y G. Dance, «The NSA Files», *The Guardian*, 1 de noviembre de 2013.

1. S. G. Brooks, G. J. Ikenberry y W. C. Wohlforth, «Don’t Come Home, America: The Case Against Retrenchment», *International Security*, 37, n.º 3 (invierno de 2012-2013), pp. 7-51; y S. M. Walt, «More or Less: The Debate on US Grand Strategy», *Foreign Policy*, 2 de enero de 2013.

2. M. Landler, *Alter Egos: Hillary Clinton, Barack Obama, and the Twilight Struggle over American Power* (Nueva York, Random House, 2016); y K. Campbell, *The Pivot: The Future of American Statecraft in Asia* (Nueva York: Twelve, 2016).

3. G. Resnick, «Inside the New Hillary Clinton Emails: All the Secretary's Yes Men», *The Daily Beast*, 1 de septiembre de 2015.

4. G. J. Ikenberry, «The Illusion of Geopolitics», *Foreign Affairs* (mayojunio de 2014).

5. «Political Staple», *The Economist*, 2 de diciembre de 2013. Para el trasfondo de la competencia económica en el Asia oriental, véase el valioso panorama de G. Rachman, *Easternization: Asia's Rise and America's Decline* (Nueva York, Other Press, 2016).

6. J. Xi, «Gut für China, Europa und die Welt», *Frankfurter Allgemeine*, 28 de marzo de 2014.

7. S. Farrell, «City of London Boosted by China Currency Trading Move», *The Guardian*, 16 de junio de 2014.

8. N. Watt, P. Lewis y T. Branigan, «US Anger at Britain Joining ChineseLed Investment Bank AIIB», *The Guardian*, 12 de marzo de 2015.

9. G. Rachman, «China’s Money Magnet Pulls in US Allies», *Financial Times*, 16 de marzo de 2015.

10. G. Dyer y G. Parker, «US Attacks UK's "Constant Accommodation" with China», *Financial Times*, 12 de marzo de 2015.

11. *Ibid*.

12. G. Parker, A.-S. Chassany y G. Dyer, «Europeans Defy US to Join China-Led Development Bank», *Financial Times*, 16 de marzo de 2015.

13. A. Stent, *The Limits of Partnership: U.S.-Russian Relations in the Twenty-First Century* (Princeton, NJ, Princeton University Press, 2014).

14. A. Clark, «Dmitry Medvedev Picks Silicon Valley's Brains», *The Guardian*, 23 de junio de 2010.

15. T. Kaplan, «Russia Blocks Yogurt Bound for US Athletes», *The New York Times*, 5 de febrero de 2014.

16. R. Korteweg, «Mogherini's Mission: Four Steps to Make EU Foreign Policy More Strategic», Centre for European Reform, 19 de enero de 2015.

17. Redacción, «How the EU Lost Russia over Ukraine: Four Thousand Deaths and an Eastern Ukraine Gripped by War», *Der Spiegel*, 24 de noviembre de 2014.

18. A. Åslund, «Ukraine's Choice: European Association Agreement or Eurasian Union?», *Policy Brief* (2013), pp. 13-26.

19. R. Sakwa, *Frontline Ukraine: Crisis in the Borderlands* (Nueva York, I. B. Tauris, 2015), p. 76.

20. *Ibid*.

21. R. Youngs, *Europe's Eastern Crisis: The Geopolitics of Asymmetry* (Cambridge, Cambridge University Press, 2017), p. 54.

22. «How the EU Lost Russia over Ukraine»; y «The EU-Ukraine Association Agreement and Deep and Comprehensive Free Trade Area: What's It All About?», http://eeas.europa.eu/archives/delegations/ukraine/documents/vir tual_library/vademecum_en.pdf

23. Åslund, «Ukraine’s Choice».

24. «“We Want to See the Euro Zone Flourish”», *Der Spiegel*, 16 de mayo de 2012; y K. Gebert y U. Guerot, «Why Poland Is the New France for Germany», European Council on Foreign Relations, 19 de octubre de 2012.

25. K. Gebert, «Reinventing Europe: Poland and the Euro Crisis», European Council on Foreign Relations, 7 de febrero de 2012.

26. Kudrna y Gabor, «The Return of Political Risk».

27. S. Lambert, «The Orban Government and Public Debt», *The Orange Files: Notes on Illiberal Democracy in Hungary*, https://theorangefiles.hu/theorban-government-and-public-debt/

28. «Hungary’s Orban Wants Deal with IMF, Cbank Cuts Rates», *Reuters*, 26 de abril de 2010.

29. J. Johnson y A. Barnes, «Financial Nationalism and Its International Enablers: The Hungarian Experience», *Review of International Political Economy*, 22 (2014), pp. 535-569.

30. A. Deak, «The Putin-Orban Nuclear Deal: A Short Assessment», *Green Political Foundation*, 27 de enero de 2014.

31. O. Sushko, «A Fork in the Road? Ukraine Between EU Association and the Eurasian Customs Union», *PONARS Eurasia*, septiembre de 2013.

32. «How the EU Lost Russia over Ukraine».

33. A. Wilson, *Ukraine Crisis: What It Means for the West* (New Haven, CT, Yale University Press, 2014).

34. B. Steil, «Taper Trouble», *Foreign Affairs* (julio-agosto de 2014).

35. Wilson, *Ukraine Crisis*, p. 16.

36. I. Traynor y O. Grytsenko, «Ukraine Aligns with Moscow as EU Summit Fails», *The Guardian*, 28 de noviembre de 2013.

37. E. Piper, «Special Report: Why Ukraine Spurned the EU and Embraced Russia», *Reuters*, 19 de diciembre de 2013.

38. «How the EU Lost Russia over Ukraine».

39. «Press Release: Statement by IMF Mission to Ukraine» (comunicado de prensa del FMI, n.º 13/419, 31 de octubre de 2013), https://www.imf.org/en/ News/Articles/2015/09/14/01/49/pr13419

40. Wilson, *Ukraine Crisis*, pp. 64-65.

41. Piper, «Special Report: Why Ukraine Spurned the EU and Embraced Russia».

42. D. M. Herszenhorn, «Ukraine Blames IMF for Halt to Agreements with Europe», *The New York Times*, 22 de noviembre de 2013; y A. Evans-Pritchard, «Historic Defeat for EU as Ukraine Returns to Kremlin Control», *The Telegraph*, 22 de noviembre de 2013.

43. «Merkel Still Open to Ukraine Cooperation», *Der Spiegel*, 28 de noviembre de 2013.

44. «Poll: Ukrainian Public Split over EU, Customs Union Options», *Kyiv Post*, 26 de noviembre de 2013.

45. «Ukraine Crisis: Transcript of Leaked Nuland-Pyatt Call», *BBC*, 7 de febrero de 2014.

46. A. Higgins y A. E. Kramer, «Ukraine Leader Was Defeated Even Before He Was Ousted», *The New York Times*, 3 de enero de 2015.

47. Los primeros planes se esbozaron después de la guerra en Georgia, en 2008: Wilson, *Ukraine Crisis*, p. 108.

48. D. Chollet, *The Long Game: How Obama Defied Washington and Redefined America's Role in the World* (Nueva York, Hachette, 2016).

49. K. Rogov, «What Will Be the Consequences of the Russian Currency Crisis?», European Council on Foreign Relations, 23 de diciembre de 2014.

50. A. Evans-Pritchard, «US Hits Russia's Oil Kingpin Igor Sechin with First Energy Sanctions», *The Telegraph*, 28 de abril de 2014.

51. Wilson, *Ukraine Crisis*, p. 202.

52. M. Feldenkirchen, C. Hoffmann y R. Pfister, «Will It Be America or Russia?», *Der Spiegel*, 10 de julio de 2014.

53. «Deutsche trauen den USA nicht mehr», 18 de julio de 2014, https://www.tagesschau.de/inland/deutschlandtrend-116.html

54. I. Traynor *et al*., «Ukraine Crisis: US-Europe Rifts Surfacing as Putin Tightens Crimea Grip», *The Guardian*, 4 de marzo de 2014.

55. A. Yukhananov, «Ukraine Could Borrow More If IMF Reforms PassedUS», *Reuters*, 4 de marzo de 2014.

56. Y. Kwon, «The IMF, Ukraine, and the Asian Financial Crisis Hangover», *The Diplomat*, 17 de marzo de 2014.

57. S. Schadler, «Ukraine: Stress at the IMF», *CIGI policy brief*, n.º 49, octubre de 2014.

58. D. Tolksdorf, «The European Union to Ukraine's Rescue», *Politique Etrangere* 3 (2014), pp. 109-119; y S. Erlanger y D. M. Herszenhorn, «IMF Prepares $18 Billion in Loans for Ukraine», *The New York Times*, 27 de marzo de 2014.

59. A. Yukhananov, «IMF Approves $17 Billion Bailout for Ukraine amid Big Risks», *Reuters*, 30 de abril de 2014.

60. «IMF Survey: Ukraine Unveils Reform Program with IMF Support», FMI, 30 de abril de 2014.

61. P. Shishkin, «US Sanctions over Ukraine Hit Two Russian Banks Hardest», *The Wall Street Journal*, 5 de marzo de 2015.

62. Informe del OSW, «The Economic and Financial Crisis in Russia-Background, Symptoms and Prospects for the Future», *Centre for Eastern Studies*, 2 de junio de 2015.

63. N. Buckley y M. Arnold, «Herman Gref, Sberbank's Modernising Sanctions Survivor», *Financial Times*, 31 de enero de 2016.

64. K. Rogov, «Can Putinomics Survive?», memorando del ECFR, 5 de junio de 2015.

65. Dmitry Zhdannikov y Alex Lawler, «Saudi Oil Policy Uncertainty Unleashes the Conspiracy Theorists», 18 de noviembre de 2014, https://www.reu ters.com/article/opec/refile-saudi-oil-policy-uncertainty-unleashes-the-conspi racy-theorists-idUSL6N0T73VG20141118

66. M. Mazzetti, E. Schmitt y D. D. Kirkpatrick, «Saudi Oil Is Seen as Lever to Pry Russian Support from Syria's Assad», *The New York Times*, 3 de febrero de 2015.

67. Rogov, «Can Putinomics Survive?».

68. Courtney Weaver y Jack Farchy, «Russian Economy: An Asset to the State», *Financial Times*, 15 de junio de 2015.

69. A. Mercouris, «Sberbank CEO Confirms Russia Came Under Financial Attack in December-Was US Involved?», *Russia Insider*, 29 de mayo de 2015.

70. Buckley y Arnold, «Herman Gref, Sberbank’s Modernising Sanctions Survivor».

71. Informe del OSW, «The Economic and Financial Crisis in Russia-Background, Symptoms and Prospects for the Future».

72. A. E. Kramer, «S&P Cuts Russian Debt One Notch to Junk Level», *The New York Times*, 26 de enero de 2015.

73. Rogov, «Can Putinomics Survive?».

74. Sobre las continuidades entre 2008 y la «coalición de guerra» interior de 2014, véase K. Gaaze, «The Accidental Formation of Russia's War Coalition», *Carnegie Moscow Center*, 22 de junio de 2017, http://carnegie.ru/commentary/ 71340

75. M. Birnbaum, «Putin’s Approval Ratings Hit 89 Percent, the Highest They’ve Ever Been», *The Washington Post*, 24 de junio de 2015.

76. A. Stepanyan, A. Roitman, G. Minasyan, D. Ostojic y N. Epstein, «The Spillover Effects of Russia's Economic Slowdown on Neighboring Countries», FMI, 2015.

77. M. Dabrowski, «Currency Crises in Post-Soviet Economies-A Never Ending Story?», *Russian Journal of Economics*, 2 (2016), pp. 302-326; y M. Dabrowski, «It's Not Just Russia: Currency Crises in the Commonwealth of Independent States», *Bruegel*, febrero de 2015.

78. «Contagion», *The Economist*, 15 de enero de 2015.

79. D. Trilling, «Remittances to Central Asia Fall Sharply, as Expected», *Eurasia Net*, 21 de abril de 2015.

80. S. Schadler, «Ukraine and the IMF's Evolving Debt Crisis Narrative», *CIGI policy brief*, n.º 68, noviembre de 2015.

81. R. Olearchyk, «War-Torn Ukraine's Currency Collapses», *Financial Times*, 5 de febrero de 2015; y L. Kinstler, «Ukraine Is Heading for a Total Economic Collapse», *Quartz*, 12 de febrero de 2015.

82. «Tinkering Around the Edges», *The Economist*, 29 de agosto de 2015.

83. A. Gabuev, «A “Soft Alliance”? Russia-China Relations After the Ukraine Crisis», nota del ECFR, 2015.

84. I. Koch-Weser y C. Murray, «The China-Russia Gas Deal: Background and Implications for the Broader Relationship», informe de antecedentes, redacción de la Comisión de Análisis de Economía y Seguridad Estados Unidos-China, 9 de junio de 2014.

85. «America’s Seven-Decade History as Asia’s Indispensable Power», *The Economist*, 20 de abril de 2017.

86. M. Sieff, «Why Is the US Failing to Honor Russia's Victory Day Anniversary?», *The Nation*, 7 de mayo de 2015.

1. «Russia’s Friends in Black», *The Economist*, 19 de abril de 2014; y B.-H. Lévy y G. Soros, «Save the New Ukraine», *The New York Times*, 27 de enero de 2015.

2. N. Véron, «Tectonic Shifts», FMI, *Finance & Development*, marzo de 2014; y A. Posen y N. Véron, «Europe's Half a Banking Union», *Bruegel*, *Europe's World* 15, septiembre de 2014.

3. H. Thompson, «The Crisis of the Euro: The Problem of German Power Revisited», *SPERI paper*, 8 (2013).

4. «The Merkel Plan», *The Economist*, 15 de junio de 2013.

5. «Germany’s Current Account and Global Adjustment», *General Theorist*, 6 de julio de 2017.

6. U. Jun, «Der elektorale Verlierer der Regierung Merkel II: Gründe für den Absturz der FDP», *Politik im Schatten der Krise* (Wiesbaden, Springer Fachmedien, 2015), pp. 113-135.

7. D. Bebnowski, *Die Alternative für Deutschland: Aufstieg und gesellschaftliche Repräsentanz einer rechten populistischen Partei* (Wiesbaden, Springer Fachmedien, 2015).

8. «Schäuble: Die Schwarze Null ist kein Selbstzweck», *FAZ*, 9 de septiembre de 2014.

9. «Europe’s Deflation Risk», *OECD Observer*, octubre de 2014.

10. T. Winkelmann, «Infrastrukturpolitik im Zeitalter von Austerität», en *Austerität als gesellschaftliches Projekt*, R. Sturm, T. Griebel y T. Winkelmann, eds., (Wiesbaden, Springer Fachmedien, 2017), pp. 155-179.

11. N. Kwasniewski, «ECB Rate Drop Shows Draghi's Resolve», *Der Spiegel*, 8 de noviembre de 2013; y A. Evans-Pritchard, «Dam Breaks in Europe as Deflation Fears Wash Over ECB Rhetoric», *The Telegraph*, 10 de octubre de 2014.

12. «Public Opinion in the European Union», Comisión Europea, diciembre de 2014.

13. «Européennes 2014: Comprendre le Vote Des Français», *Ipsos*, 25 de mayo de 2014.

14. J. Pavía, A. Bodoque y J. Martín, «The Birth of a New Party: Podemos, a Hurricane in the Spanish Crisis of Trust», *Open Journal of Social Sciences*, 4 (2016), pp. 67-86.

15. A. Higgins, «Populists' Rise in Europe Vote Shakes Leaders», *The New York Times*, 26 de mayo de 2014; C. Mudde, «Jean-Claude Juncker and the Populist Zeitgeist in European Politics», *The Washington Post*, 30 de diciembre de 2014; y T. Barber, «European Democracy Must Keep Rightwing Populism at Bay», *Financial Times*, 16 de septiembre de 2014.

16. F. Wesslau, «Putin’s Friends in Europe», European Council on Foreign Relations, 19 de octubre de 2016.

17. J. Goldberg, «Is It Time for the Jews to Leave Europe?», *The Atlantic*, abril de 2015.

18. Eurostat, «At-Risk-of Poverty Rate Anchored at a Fixed Moment in Time (2008), 2014 and 2015», http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/ index.php?title=File:At-risk-of_poverty_rate_anchored_at_a_fixed_moment_ in_time_(2008),_2014_and_2015_(%25).png

19. «Society at a Glance 2014 Highlights: Greece The Crisis and Its Aftermath», OCDE, marzo de 2014.

20. H. Smith, «Young, Gifted and Greek: Generation G-the World's Biggest Brain Drain», *The Guardian*, 19 de enero de 2015.

21. V. Petsinis, «Syriza and ANEL, A Match Made in Greece», *OpenDemocracy*, 25 de enero de 2017.

22. Y. Varoufakis, *Adults in the Room: My Battle with Europe's Deep Establishment* (Nueva York, Vintage, 2017). [Trad. *Comportarse como adultos: mi batalla contra el establishment europeo*, Deusto, 2017.]

23. S. Kornelius, «Six Things You Didn’t Know About Angela Merkel», *The Guardian*, 10 de septiembre de 2013.

24. «The Plan for Italy», *The Economist*, 13 de noviembre de 2014.

25. «Yiannis Stournaras: A Brief Bio of the New Finance Chief», *Ekathimerini*, 26 de junio de 2012.

26. P. Mason, «The Inside Story of Syriza's Struggle to Save Greece», *The Nation*, 18 de diciembre de 2015; y Tyler Durden, «Greece Suffers Biggest Bank Run in History: January Deposits Plunge to 2005 Levels», *ZeroHedge* (blog), 26 de febrero de 2015.

27. S. Nixon, «ECB’s Draghi Takes a Gamble on QE-lite», *The Wall Street Journal*, 7 de septiembre de 2014.

28. «Opinion of Advocate General Cruz Villalon», 14 de enero de 2015, http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf;jsessionid=9ea7d0f130ded7290bd15b9341dcab778007656336d9.e34KaxiLc3eQc40LaxqMbN4ObhiRe0?text=&docid=161370&14 pageIndex=0&doclang=en&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=205645

29. «ECB Announces Expanded Asset Purchase Programme», Banco Central Europeo, 22 de enero de 2015.

30. En una versión básica, la idea ya se anunció en 2012. Y. Varoufakis, «An Emergency Program for Greece», *Yanis Varoufakis: Thoughts for the Post2008 World* (blog), 5 de noviembre de 2012, https://www.yanisvaroufakis.eu/ 2012/11/05/an-emergency-program-for-greece

31. A. Higgins, «Greece Steps Back into Line with European Union Policy on Russia Sanctions», *The New York Times*, 29 de enero de 2015.

32. Varoufakis, *Adults*, p. 237.

33. A. Evans-Pritchard, «Europe's Manhandling of Greece Is a Strategic Gift to Russia's Vladimir Putin», *The Telegraph*, 8 de abril de 2015.

34. Varoufakis, *Adults*, p. 274.

35. *Ibid*, pp. 185-187.

36. Blustein, *Laid Low*, p. 384.

37. El FMI se preocupó en particular por las farmacias de Grecia. *IMF Country Report* 14/151 (junio de 2014).

38. M. Walker y G. Steinhauser, «Germany’s Merkel Intervenes in Greek Rift with Creditors», *The Wall Street Journal*, 19 de marzo de 2015.

39. «Barack Obama Signals Support for Greece’s Call to Loosen Austerity Programme», *The Telegraph*, 2 de febrero de 2015.

40. C. Giles *et al*., «IMF Knocks Greek Debt Rescheduling Hopes», *Financial Times*, 16 de abril de 2015.

41. S. Nixon, «Can US Bring an End to Greek Drama?», *The Wall Street Journal*, 31 de mayo de 2015; e I. Talley y G. Steinhauser, «IMF Official Sees Greek Bailout Needing Several More Weeks of Talks», *The Wall Street Journal*, 17 de abril de 2015.

42. ThePressProject, «Clinton Emails Give Away Schäuble Plans in 2012-Ex clusive Commentary by Varoufakis», https://www.thepressproject.gr/article/ 91399/Clinton-Emails-Give-Away-Schauble-Plans-in-2012-Exclusive-Com mentary-by-Varoufakis

43. S. Meunier, «A Tale of Two Ports: The Epic Story of Chinese Direct Investment in the Greek Port of Piraeus», Council for European Studies (Universidad de Columbia), 14 de diciembre de 2015.

44. Varoufakis, *Adults*, p. 321.

45. S. Jones, K. Hope y C. Weaver, «Alarm Bells Ring over Syriza's Russian Links», *Financial Times*, 28 de enero de 2015.

46. Varoufakis, *Adults*, p. 348.

47. M. Gilbert, «Bond Markets Bet on Grexit», *Bloomberg*, 20 de marzo de 2015, http://www.greekcrisis.net/2015/03/bond-markets-bet-on-grexit.html

48. J. Cox, «Greek Government Bonds Plunge», *The Wall Street Journal*, 16 de abril de 2015; y C. Giles, S. Fleming y P. Spiegel, «Christine Lagarde Dashes Greek Hopes on Loan Respite», *Financial Times*, 16 de abril de 2015.

49. S. Fleming y C. Giles, «Draghi Says Eurozone Has Tools to Deal with Greece Crisis», *Financial Times*, 18 de abril de 2015.

50. P. Spiegel y K. Hope, «Frustrated Officials Want Greek Premier to Ditch Syriza Far Left», *Financial Times*, 5 de abril de 2015.

51. *Ibid*.

52. «One Economist Just Delivered a Scathing Indictment of the New Greek Government», *Bloomberg*, 1 de abril de 2015, http://www.greekcrisis.net/2015/ 04/one-economist-just-delivered-scathing.html

53. T. Barber, «Don’t Bank on Tsipras Dumping Syriza’s Leftwing Diehards», *Financial Times*, 14 de abril de 2015.

54. S. Wagstyl, P. Spiegel y C. Jones, «Greek Bailout Monitors Hold Emergency Summit», *Financial Times*, 1 de junio de 2015.

55. M. Walker, «Greece’s Creditors Draft Final Offer for Bailout Aid in Bid to Break Stalemate», *The Wall Street Journal*, 2 de junio de 2015.

56. Y. Palaiologos, «Running Out of Options on a Deal with Greece», *The Wall Street Journal*, 4 de junio de 2015.

57. W. Munchau, «Greece Has Nothing to Lose by Saying No to Creditors», *Financial Times*, 14 de junio de 2015.

58. P. Spiegel y K. Hope, «Greece Central Ban Warns of “Painful” EU Exit If No Deal Reached», *Financial Times*, 17 de junio de 2015.

59. P. Mason, «The Inside Story of Syriza's Struggle to Save Greece», *The Nation*, 18 de diciembre de 2015.

60. K. Hope, «Knives Out for Tsipras as Syriza Hardliners Threaten Mutiny», *Financial Times*, 23 de junio de 2015.

61. «Sorry, No Extensions», *The Economist*, 16 de abril de 2015; y G. Steinhauser y M. Dalton, «Germany Signals It's Open to a Greek Referendum on Bailout Program», *The Wall Street Journal*, 11 de mayo de 2015.

62. P. Spiegel, S. Wagstyl y H. Foy, «Tsipras Announces Referendum on Creditors' Bailout Demands», *Financial Times*, 27 de junio de 2015.

63. Véase más en P. Mason, «Greece Referendum: Did The Euro Just Die at 4pm?», *Channel4*, 28 de junio de 2015.

64. R. Christie, C. Ruhe y J. Stearns, «Euro Area Pushes Greece to Open Books as Talks Resume», *Bloomberg*, 9 de marzo de 2015.

65. M. Gilbert, «Greece’s True Deadline May Be May 29», *Bloomberg*, 19 de mayo de 2015.

66. J. Black, K. S. Navarra y N. Chrysoloras, «ECB Said to Reject Supervisory Move on Greek Banks», *Bloomberg*, 19 de marzo de 2015.

67. Blustein, *Laid Low*, p. 429.

68. O. Blanchard, «Greece: A Credible Deal Will Require Difficult Decisions by All Sides», *IMFBlog*, 14 de junio de 2015.

69. Véase más en P. Mason, «Greece Crisis: A Failure of Economics in the Face of Politics», *Channel4*, 3 de julio de 2015, https://www.channel4.com/ news/by/paul-mason/blogs/greece-crisis-failure-economics-face-politics

70. P. Taylor, «Exclusive: Europeans Tried to Block IMF Debt Report on Greece: Sources», *Reuters*, 3 de julio de 2015.

71. H. Mahoney, «The EU Parliament's Big, Fat Greek Moment», *EUObserver*, 10 de julio de 2015; y «Greece: MEPs Debate the Country's Situation with Prime Minister Tsipras», *Europarl*, 8 de julio de 2015.

72. «Schäuble’s Push for Grexit Puts Merkel on Defensive», *Der Spiegel*, 17 de julio de 2015.

73. G. Davet y F. Lhomme, *Un président ne devrait pas dire ça* (París, Stock, 2016).

74. A.-S. Chassany, A. Barker y D. Robinson, «Greece Talks: “Sorry, But There Is No Way You Are Leaving This Room”», *Financial Times*, 13 de julio de 2015.

75. «Europe’s Religious War Failure and Its Consequences», *The Economist*, 26 de agosto de 2015.

76. Chassany, Barker y Robinson, «Greece Talks».

77. A. Kassam, «#ThisIsACoup: How a Hashtag Born in Barcelona Spread Across the Globe», *The Guardian*, 13 de julio de 2015; y W. Ahmed, «Amplified Messages: How Hashtag Activism and Twitter Diplomacy Converged at #ThisIsACoup-and Won», *Democratic Audit UK*, 14 de enero de 2016.

78. K. Hope y T . Barber, «Syriza's Covert Plot During Crisis Talks to Return to Drachma», *Financial Times*, 24 de julio de 2015.

79. P. Spiegel, «Donald Tusk Interview: The Annotated Transcript», *Financial Times*, 16 de julio de 2015.

80. P. Oltermann, «Merkel “Gambling Away” Germany’s Reputation over Greece, says Habermas», *The Guardian*, 16 de julio de 2015.

81. S. Wagstyl y C. Jones, «Germany Blames Mario Draghi for Rise of Rightwing AfD Party», *Financial Times*, 10 de abril de 2016.

82. M. Matthijs y M. Blyth, «When Is It Rational to Learn the Wrong Lessons? Technocratic Authority, Social Learning, and Euro Fragility», *Perspectives on Politics* (2017), pp. 1-17.

83. L. Orriols y G. Cordero, «The Breakdown of the Spanish Two-Party System: The Upsurge of Podemos and Ciudadanos in the 2015 General Election», *South European Society and Politics*, 4 (2016), pp. 469-492.

84. D. Finn, «Luso-Anomalies»; y C. Martins, «The Portuguese Experiment», ambos en *New Left Review*, 106 (julio-agosto de 2017).

85. A. Evans-Pritchard, «Eurozone Crosses Rubicon as Portugal's AntiEuro Left Banned from Power», *The Telegraph*, 23 de octubre de 2015.

86. «DBRS Confirms Portugal’s BBB (Low) Rating, Stable Trend», *Reuters*, 13 de noviembre de 2015.

87. «Eurozone Crosses Rubicon».

88. J. Henley, «Portugal Faces Political Crisis as Leftists Vow to Topple New Government», *The Guardian*, 26 de octubre de 2015.

89. A. Khalip y A. Bugge, «Socialist Costa to head Portuguese Government with Uneasy Far-Left Backing», *Reuters*, 24 de noviembre de 2015.

90. Katharine Dommett, «The Theory and Practice of Party Modernisation: The Conservative Party Under David Cameron, 2005-2015», *British Politics*, 10.2 (2015), pp. 249-266.

91. M. A. Orenstein, «Paranoid in Poland», *Foreign Affairs* (septiembre de 2017).

1. G. Morgan, «Supporting the City: Economic Patriotism in Financial Markets», *Journal of European Public Policy*, 19, n.º 3 (2012), pp. 373-387.

2. C. Berry y C. Hay, «The Great British “Rebalancing” Act: The Construction and Implementation of an Economic Imperative for Exceptional Times», *British Journal of Politics and International Relations*, 18, n.º 1 (2016), pp. 3-25.

3. https://www.youtube.com/watch?v=jS4ytmMDQME

4. H. Jones, «London Stung by US Attack on Bank Regulation Record», *Reuters*, 20 de junio de 2012.

5. «Deutsche Bank Capital Concerns in US Far from Over, According to UNITE HERE Report», *Business Wire*, 5 de septiembre de 2012, https://www.businesswire.com/news/home/20120905005476/en/Deutsche-Bank-capitalconcerns-UNITE-Report; T. Braithwaite y S. Nasiripour, «Deutsche Bank Avoids US Capital Rules», *Financial Times*, 21 de marzo de 2012; y «Balkanised Banking: The Great Unravelling», *The Economist*, 20, n.º 4 (2013).

6. J. Gapper, «Europe Needs Deutsche Bank as Its Champion», *Financial Times*, 22 de abril de 2015.

7. R. Florida, «According to at Least One Index, New York Has Overtaken London as the World's Leading Financial Center», *City Lab*, 20 de marzo de 2014.

8. J. Green, «The offshore city, Chinese finance and British capitalism», *The British Journal of Politics and International Relations*, octubre de 2017.

9. G. Osborne, «Britain Issues Western World's First Sovereign RMB Bond, Largest Ever RMB Bond by Non-Chinese Issuer», Tesoro de S. M., Gobierno de Reino Unido, 14 de octubre de 2014.

10. N. Watt y R. Mason, «David Cameron Calls for New EU-China Free Trade Agreement», *The Guardian*, 2 de diciembre de 2013.

11. «Why We Need to Question the Influence of the City on UK Plc», *The Conversation*, 20 de abril de 2015.

12. G. Archer, «Local Elections: The Capital Fails to See the Heartache and Pain Beyond», *The Telegraph*, 23 de mayo de 2014.

13. S. Hinde, «Brexit and the Media», *Hermès, La Revue*, 77 (2017), pp. 80-86.

14. P. Whyte, «Britain, Europe and the City of London: Can the Triangle Be Managed?», Centre for European Reform, julio de 2012.

15. H. Clarke, M. Goodwin y P. Whiteley, *Brexit: Why Britain Voted to Leave the European Union* (Cambridge, Cambridge University Press, 2017), pp. 61-85.

16. H. Thompson, «Competing Political Logics: The Political Intractability of London and the EU» (ND), disponible en http://speri.dept.shef.ac.uk/wp-content/uploads/2016/04/Thompson_DraftPaper_Workshop.pdf; véase también el punto de vista esencial de alguien que lo vivió desde dentro, I. Rogers, «The Inside Story of How David Cameron Drove Britain to Brexit», *Prospect* 25, noviembre de 2017.

17. H. Thompson, «How the City of London Lost at Brexit: A Historical Perspective», *Economy and Society*, 46, n.º 2 (2017), pp. 211-228.

18. Véase la reacción del *Spiegel*: «The Failure of a Forced Marriage», *Der Spiegel*, 10 de diciembre de 2011.

19. A. Gamble, «Better Off Out? Britain and Europe», *Political Quarterly*, 83, n.º 3 (2012), pp. 468-477.

20. N. Copsey y T. Haughton, «Farewell Britannia? “Issue Capture” and the Politics of David Cameron’s 2013 EU Referendum Pledge», *Journal of Common Market Studies*, 52 (2014), pp. 74-89.

21. «Could the Netherlands Provide the Beginnings of a Coalition for EU Reform?», *Open Europe* 11 (enero de 2013); R. Korteweg, «Will the Dutch Help Cameron to Reform the EU?», *CER Bulletin* 91 (agosto-septiembre de 2013); y R. Korteweg, «Why Cameron's Timing on EU Reform Is Off», CER, 26 de marzo de 2014.

22. J. Springford y S. Tilford, «Why the Push to Install Juncker Is So Damaging», CER, 23 de junio de 2014.

23. A. Möller, «The British-German Misunderstanding», ECFR, 4 de noviembre de 2015.

24. C. Grant, «A Five-Point Plan for Cameron to Win an EU Referendum», CER, 8 de mayo de 2015.

25. T. McTague, A. Spence y E.-I. Dovere, «How David Cameron Blew It», *Politico*, 25 de junio de 2016.

26. G. Van Orden, «Britain's Departure from "Ever Closer Union" Is of Great Significance», http://blogs.lse.ac.uk/brexit/2016/04/28/britians-departurefrom-ever-closer-union-is-of-great-significance/

27. J. Springford y S. Tilford, «The Great British Trade-off: The Impact of Leaving the EU on the UK's Trade and Investment», CER, enero de 2014.

28. A. Spence, «David Cameron Unleashes “Project Fear”», *Politico*, 26 de febrero de 2016.

29. N. Vinocur, «Jim Messina to Advise David Cameron’s EU Referendum Campaign», *Politico*, 24 de febrero de 2016.

30. S. Swinford y B. Riley-Smith, «Military Leaders to Warn Against a Brexit», *The Telegraph*, 21 de febrero de 2016.

31. V. Chadwick, «David Cameron to Nigel Farage: No “Neverendums”», *Politico*, 17 de mayo de 2016.

32. L. Fedor, «EU Referendum: City of London Corporation Signs Off on Campaigning for the UK to Remain in the Europa», *City A.M.*, 3 de marzo de 2016.

33. F. Guerrera y T. McTague, «City May Be Gagged in Brexit Vote», *Politico*, 17 de abril de 2016.

34. «Breathe Easy Brussels, UK Will Stay in Europa», *Politico*, 4 de mayo de 2016.

35. A. Mody, «EU Referendum: Why the Economic Consensus on Brexit Is Flawed», *The Independent*, 31 de mayo de 2016; y K. Allen y A. Asthana, «IMF Says Brexit Would Cause "Global Damage"», *Politico*, 12 de abril de 2016.

36. A. Asthana, «Brexit Would Pose “Serious Risk” to Global Growth, Say G7 Leaders», *The Guardian*, 27 de marzo de 2016.

37. T. McTague, «11 Things You Need to Know About George Osborne's Brexit Warning», *Politico*, 18 de abril de 2016; y T. McTague, «George Osborne: Brexit Would Leave UK "Permanently Poorer"», *Politico*, 18 de abril de 2016.

38. «Remain Campaign “Not Conspiracy, but Consensus”, says George Osborne», *Daily Mail*, 16 de mayo de 2016.

39. M. Arnold, «UK Banks Back Staying in EU but Remain Reluctant to Speak Out», *Financial Times*, 24 de marzo de 2016.

40. W. Watts, «“Financial Contagion” Biggest Risk to US from Brexit: Goldman», *Market-Watch*, 29 de junio de 2016.

41. J. Treanor, «JPMorgan Backs Campaign to Keep Britain in the Europa», *The Guardian*, 21 de enero de 2016.

42. S. Farrell, «JP Morgan Boss: Up to 4,000 Jobs Could Be Cut After Brexit», *The Guardian*, 3 de junio de 2016.

43. T. McTague, «Boris Johnson Slaps Down “Part-Kenyan” Barack Obama over Brexit Push», *Politico*, 22 de abril de 2016.

44. T. McTague, «9 Takeaways from Barack Obama's Brexit Intervention», *Politico*, 22 de abril de 2016; y B. Gurciullo, «Obama to the British People: Just Say No to Brexit», *Politico*, 22 de abril de 2016.

45. S. Watkins, «Oppositions», *New Left Review* 98 (2016).

46. T. McTague, A. Spence y E.-I. Dovere, «How David Cameron Blew It», *Politico*, 25 de junio de 2016.

47. S. Chan, «Boris Johnson's Essay on Obama and Churchill Touches Nerve Online», *The New York Times*, 22 de abril de 2016.

48. McTague, Spence y Dovere, «How David Cameron Blew It».

49. G. Younge, «Brexit: A Disaster Decades in the Making», *The Guardian*, 30 de junio de 2016.

50. «Breathe Easy Brussels, UK Will Stay in EU».

51. S. Becker, T. Fetzer y D. Novy, «Who Voted for Brexit? A Comprehensive District-Level Analysis» (*CESifo Working Paper* 6438, 24 de abril de 2017).

52. E. Kaufmann, «It's NOT the Economy, Stupid: Brexit as a Story of Personal Values», *LSE European Politics and Policy* (blog), 9 de julio de 2016.

53. L. Elliott, «Brexit Is a Rejection of Globalization», *The Guardian*, 26 de junio de 2016; J. Tankersely, «Britain Just Killed Globalization as We Know It», *The Washington Post*, 25 de junio de 2016; Deutsche Welle, «Brexit-the End of Globalization?», 30 de junio de 2016, http://www.dw.com/en/brexit-the-end-ofglobalization/a-19369680; T. Guénolé, «La victoire du Brexit est un vote contre la mondialisation», *Figaro*, 24 de junio de 2016.

54. «Theresa May’s Brexit Speech in Full: Prime Minister Outlines Her 12 Objectives for Negotiations», *The Independent*, 17 de enero de 2017.

55. R. Blitz y L. Lewis, «Pound Tumbles to 30-Year Low as Britain Votes Brexit», *Financial Times*, 24 de junio de 2016.

56. H. Lash y E. Krudy, «World Stocks Tumble as Britain Votes for EU Exit», *Reuters*, 23 de junio de 2016.

57. Blitz y Lewis, «Pound Tumbles to 30-Year Low».

58. M. Carney, «Uncertainty, the Economy and Policy», Banco de Inglaterra, 30 de junio de 2016.

59. A. Mody, «Stop Being So Gloomy About Brexit», *Bloomberg*, 13 de julio de 2016.

60. L. Meakin, «Carney’s Stimulus Questioned as BoE Faces Pro-Brexit Lawmakers», *Bloomberg*, 5 de septiembre de 2016.

61. C. Giles, «Brexit Experts, Confess to Your Errors and Carry On», *Financial Times*, 4 de enero de 2017.

62. M. Hall, «WRONG! And WRONG Again-The Utterly Useless “Forecasters” We Should Stop Listening To», *Express*, 28 de octubre de 2016.

63. A. Posen, «Dangers of Following the Path to an Offshore Britain», *Financial Times*, 21 de junio de 2016.

64. W. Davies, «Home Office Rules», *London Review of Books*, 38, n.º 21 (2016), pp. 3-6.

65. A. Mody, «Don’t Believe What You’ve Read: The Plummeting Pound Sterling Is Good News for Britain», *The Independent*, 10 de octubre de 2016.

66. «Brexit and the Pound» (discurso de Ben Broadbent, subgobernador de política monetaria, Colegio Imperial de Londres, 23 de marzo de 2017).

67. R. Skidelsky, «Why Sterling's Collapse Is Not Good for the UK Economy», *The Guardian*, 21 de octubre de 2016.

68. J. Kirkup, «Fiona Hill and Nick Timothy: The Story Being Told About Theresa May's Top Advisers Is Inaccurate and Unfair», *The Telegraph*, 10 de junio de 2017.

69. M. Bearak, «Theresa May Criticized the Term “Citizen of the World”. But Half the World Identifies», *The Washington Post*, 5 de octubre de 2016.

70. J. Pickard y K. Allen, «Theresa May Sets Out Post-Brexit for a Fairer Britain», *Financial Times*, 5 de octubre de 2016.

71. «Theresa May Brexit Speech: Economic Experts React», *The Independent*, 17 de enero de 2017.

72. P. Campbell, «Nissan Boss “Confident” After Downing Street Talks», *Financial Times*, 14 de octubre de 2016.

73. P. Jenkins y J. Ford, «City of London Lobby Group Wants “No Change” Brexit Deal», *Financial Times*, 7 de octubre de 2016.

74. H. Sants, M. Austen, L. Naylor, P. Hunt y D. Kelly, «The Impact of the UK's Exit from the EU on the UK-Based Financial Services Sector», Oliver Wyman, 2016.

75. «Goldman Sachs' Chief Takes Theresa May to Task over Brexit», *The Irish Times*, 29 de enero de 2017.

76. J. Ford, «City of London Lobbying Group Drops Demand for EU “Passports”», *Financial Times*, 11 de enero de 2017.

77. M. Savage, «Germany Industry Warns UK Not to Expect Help in Brexit Negotiations», *The Guardian*, 9 de julio de 2017.

78. T. Gutschker, «The Disastrous Brexit Dinner», *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 3 de mayo de 2017.

79. G. Parker, J. Ford y A. Barker, «Is Theresa May's Brexit Plan B an Elaborate Bluff?», *Financial Times*, 19 de enero de 2017.

80. A. Withnall, «UK Could Become “Tax Haven” of Europe If It Is Shut Out of Single Market After Brexit, Chancellor Suggests», *The Independent*, 15 de enero de 2017.

81. «Professor Mario Draghi Joins Goldman Sachs», comunicado de prensa de Goldman Sachs, 2002, http://www.goldmansachs.com/media-relations/pressreleases/archived/2002/2002-01-28.html

82. A. Monaghan, «Juncker Questions Barroso’s Decision to Join Goldman Sachs», *The Guardian*, 15 de septiembre de 2016.

83. G. Steinhauser, «“Brexit” Would Be Europe’s Lehman Brothers Moment, Finnish Minister Says», *The Wall Street Journal*, 16 de junio de 2016.

84. Z. Radionova, «Moody's: Political Contagion Across European Union Is Greatest Brexit Risk», *Moody's Investors Service*, 8 de julio de 2016.

85. K. Forster, «Brexit Vote Met with Celebrations from Far-Right Groups Across Europe», *The Independent*, 24 de junio de 2016.

86. «Moody's: Political Contagion Across EU Is Greatest Brexit Risk, Moody's Says», *The Independent*, 8 de julio de 2016.

87. «What If the French Second Round Pits Melenchon Against Le Pen?», *The Economist*, 11 de abril de 2017.

88. P. Anderson, «The Center Can Hold», *New Left Review* 105 (mayo-junio de 2017).

89. A. Parker, «Donald Trump, in Scotland, Calls “Brexit” Result “a Great Thing”», *The New York Times*, 24 de junio de 2016.

1. «Full Text: Donald Trump 2016 RNC Draft Speech Transcript», *Politico*, 21 de julio de 2016.

2. D. Diaz, «Ivanka Trump Markets Her Look After RNC Speech», *CNN*, 22 de julio de 2016.

3. K. Reilly, «Read President Obama's Remarks on Donald Trump's Convention Speech», *Time*, 22 de julio de 2016.

4. D. W. Drezner, «My One Contribution to the Autopsies of the 2016 Presidential Election», *The Washington Post*, 2 de mayo de 2017.

5. La cuestión de si la coalición de Sanders estaba dominada por jóvenes blancos —los que se dio en llamar *Bernie bros*, «hermanos» o «colegas de Bernie»— levantó pasiones en la izquierda, aun mucho después de la elección. Véase T. Cahill, «A New Harvard Study Just Shattered the Biggest Myth About Bernie Supporters», 19 de abril de 2017, http://resistancereport.com/politics/harvardpoll-bernie-supporters/

6. M. Talbot, «The Populist Prophet», *The New Yorker*, 12 de octubre de 2015.

7. J. Kasperkevic y G. Wearden, «Federal Reserve Puts Rate Rise on HoldAs It Happens», *The Guardian*, 17 de septiembre de 2015.

8. N. Confessore y S. Craig, «2008 Crisis Deepened the Ties Between Clintons and Goldman Sachs», *The New York Times*, 24 de septiembre de 2016.

9. T. Gabriel, «Hillary Clinton-Bernie Sanders Schism Grows on “Too Big to Fail” Banks», *The New York Times*, 13 de abril de 2016.

10. M. Taibbi, «The Great American Bubble Machine», *Rolling Stone*, 5 de abril de 2010.

11. L. Fang *et al*., «Excerpts of Hillary Clinton's Paid Speeches to Goldman Sachs Finally Leaked», *The Intercept*, 7 de octubre de 2016.

12. P. Lawrence, «A New Report Raises Big Questions About Last Year's DNC Hack», *The Nation*, 9 de agosto de 2017.

13. H. Levintova, «Hacks, Leaks, and Tweets: Everything We Now Know About the Attack on the 2016 Election», *Mother Jones*, 30 de mayo de 2017.

14. G. Miller, E. Nakashima y A. Entous, «Obama’s Secret Struggle to Punish Russia for Putin’s Election Assault», *The Washington Post*, 23 de junio de 2017.

15. T. Dickinson, «Meet the Right-Wing Rebels Who Overthrew John Boehner», *Rolling Stone*, 6 de octubre de 2015.

16. Mayer, *Dark Money*.

17. Para un estudio extraordinario sobre la dinámica de las primarias, véase T. Ferguson y B. I. Page, «The Hinge of Fate? Economic and Social Populism in the 2016 Presidential Election, a Preliminary Exploration», redactado para la conferencia INET, Edimburgo (Reino Unido), 20-23 de octubre de 2017, https:// www.ineteconomics.org/uploads/papers/Ferguson-and-Page-Scotland-Paperrevised-for-Conference.pdf

18. C. Laderman y B. Simms, *Donald Trump: The Making of a Worldview* (Londres, Endeavour Pess, 2017).

19. K. W. Capehart, «Hyman Minsky's Interpretation of Donald Trump», *Journal of Post Keynesian Economics*, 38.3 (2015), pp. 477-492.

20. F. Norris, «Trump Sees Act of God in Recession», *The New York Times*, 4 de diciembre de 2008.

21. Soopermexican, «Trump on TARP and Stimulus Sounds More Like a Crony Capitalist Than a Conservative», *The Right Scoop* (blog), 15 de agosto de 2015, http://therightscoop.com/trump-on-tarp-and-stimulus-sounds-more-likea-crony-capitalist-than-a-conservative/

22. Southern constitutionalist, «Trump Has Supported Nearly All of Obama's Economic Policy Agenda», *RedState* (blog), 27 de agosto de 2015.

23. J. Green, *Devil's Bargain: Steve Bannon, Donald Trump, and the Storming of the President* (Nueva York, Penguin Press, 2017), pp. 96-103.

24. M. Grunwald, «Trump's Love Affair with Coal», *Politico*, 15 de octubre de 2017, https://www.politico.com/magazine/story/2017/10/15/trumps-loveaffair-with-coal-215710

25. Pew Research Center, «Clinton, Trump Supporters Have Starkly Different Views of a Changing Nation», 18 de agosto de 2016, http://www.peoplepress.org/2016/08/18/5-issues-and-the-2016-campaign/

26. R. Rubin y N. Timiraos, «Donald Trump Shows GOP's Economic Pillars Are Loosening», *The Wall Street Journal*, 19 de julio de 2016.

27. J. Creswell, «Trump and US Chamber of Commerce Pull No Punches on Trade Policy», *The New York Times*, 11 de julio de 2016.

28. B. White, «Wall Street Shuns Trump’s Cleveland Convention», *Politico*, 13 de julio de 2016.

29. T. Mak, «Major Corporate Sponsors Are Scaling Back Support for GOP Convention», 6 de mayo de 2016, https://www.thedailybeast.com/major-corpo rate-sponsors-are-scaling-back-support-for-gop-convention

30. H. Paulson, «When It Comes to Trump, a Republican Treasury Secretary Says: Choose Country Over Party», *The Washington Post*, 24 de junio de 2016.

31. *Ibid*.

32. S. Bannon, «Generation Zero Documentary», https://www.youtube. com/watch?v=bsqu9gh6xhk

33. D. Johnson, «Trump Nominates Goldman Sachs “Alligator” Jay Clayton to Run SEC», *TruthOut*, 29 de marzo de 2017.

34. A. Greenspan, «Ich bin im falschen Jahrhundert geboren», *Zürcher Tages-Anzeiger*, 19 de septiembre de 2007.

35. M. Adday, «Alan Greenspan Doesn’t Want “Crazies” to Undermine the U.S.», *Fortune*, 15 de septiembre de 2016.

36. Editorial, «Who’s Greenspan Calling Crazy?», *The New York Sun*, 14 de septiembre de 2016, http://www.nysun.com/editorials/who-is-greenspancalling-crazy/89716/

37. «Trump Says US Interest Rates Must Change as Fed Weighs Rate Hike», *Reuters*, 5 de septiembre de 2016; «Trump Finally Got It Right on the Fed's "False Economy"-but Will We Listen?», *The Guardian*, 8 de septiembre de 2016; «Donald Trump Says Federal Reserve Chair Janet Yellen "Should Be Ashamed of Herself"», *The Washington Post*, 12 de septiembre de 2016.

38. Editores de *Esquire*, «The Untold Stories of Election Day 2016», *Esquire*, 5 de noviembre de 2017, http://www.esquire.com/news-politics/a13266971/ election-2016-behind-the-scenes/

39. C. E. Lee y N. Stamouli, «Trump's Win, Brexit Vote Stem from Mishandling of Globalization, Obama Says», *The Wall Street Journal*, 16 de noviembre de 2016.

40. N. Carnes y N. Lupu, «It’s Time to Bust the Myth: Most Trump Voters Were Not Working Class», *The Washington Post*, 5 de junio de 2017.

41. R. Blendon, L. Casey y J. Benson, «Public Opinion and Trump's Jobs and Trade Policies», *Challenge*, 60 (2017), pp. 228-244.

42. A. Guisinger, «Americans' Views of Trade Aren't Just About Economics. They're Also About Race», *The Washington Post*, 16 de agosto de 2016.

43. M. Davis, «The Great God Trump and the White Working Class», *Jacobin*, 7 de febrero de 2017; y Ferguson y Page, «The Hinge of Fate?».

44. D. Drezner, «My One Contribution to the Autopsies of the 2016 Presidential Election», *The Washington Post*, 2 de mayo de 2017.

45. M. Crowley, «The Deep State Is Real», *Politico*, septiembre-octubre de 2017; y T. Porter, «Deep State: How a Conspiracy Theory Went from Political Fringe to Mainstream», *Newsweek*, 2 de agosto de 2017.

46. J. Winter y E. Groll, «Here’s the Memo That Blew Up the NSC», *Foreign Policy*, 10 de agosto de 2017.

47. B. Leubsdorf, E. Morath y J. Zumbrun, «Economists Who've Advised Presidents Are No Fans of Donald Trump», *The Wall Street Journal*, 25 de agosto de 2016.

48. B. Casselman, «Why Trump's Carrier Deal Isn't the Way to Save US Jobs», *FiveThirtyEight* (blog), 5 de diciembre de 2016, https://fivethirtyeight. com/features/why-trumps-carrier-deal-isnt-the-way-to-save-u-s-jobs/

49. D. Griswold, «Trump’s Carrier “Success” Signals a Retreat of US Business in Global Markets», *Mad About Trade*, 2 de diciembre de 2016.

50. S. Liesman, «Optimism on Economy, Stocks Surges Since Trump Election: CNBC Survey», *CNBC*, 9 de diciembre de 2016.

51. P. Domm, «How Donald Trump Blew Up the Bond Market and Changed Everyone's View of Interest Rates», *CNBC*, 14 de diciembre de 2016.

52. D. Dayen, «Donald Trump Isn’t Even Pretending to Oppose Goldman Sachs Anymore», *The Intercept*, 15 de marzo de 2017.

53. M. Grunwald, «The Trade Deal We Just Threw Overboard», *Politico Magazine*, marzo-abril de 2017.

54. «Brad DeLong: The Democrats' Line in the Sand», *Economist's View*, 30 de junio de 2008, http://economistsview.typepad.com/economistsview/ 2008/06/brad-delong-the.html

55. «Kentucky Residents Express Dissatisfaction with GOP Efforts to Dismantle Obamacare», *All Things Considered*, *NPR*, 18 de julio de 2017, https://www.npr.org/2017/07/18/537948591/kentucky-residents-express-dissatisfac tion-with-gop-efforts-to-dismantle-obamaca

56. H. Fingerhut, «Support for 2010 Health Care Law Reaches New High», Pew Research Center, 23 de febrero de 2017.

57. R. Savransky, «Poll: Support for ObamaCare Repeal-Only Plan at 13 Percent», *The Hill*, 19 de julio de 2017.

58. R. Berman, «The Republican Majority in Congress Is an Illusion», *The Atlantic*, 31 de marzo de 2017.

59. M. Sheetz, «Treasury Secretary Mnuchin Extends Measure to Hold Off Debt-Limit Default», *CNBC*, 28 de julio de 2017.

60. M. Grunwald, «Mick the Knife», *Politico*, septiembre-octubre de 2017.

61. E. D. Kleinbard, «The Debt Ceiling Crisis Is Real», *The New York Times*, 7 de agosto de 2017.

62. R. Savransky y J. Fabian, «Trump: US “Needs a Good Shutdown”», *The Hill*, 2 de mayo de 2017, http://thehill.com/homenews/administration/331512trump-us-needs-a-good-shutdown

63. R. Bade, B. Everett y J. Dawsey, «Trump Sides with Democrats in Debt Limit, Funding, Harvey Deal», *Politico*, 6 de septiembre de 2017. El desastre de Puerto Rico, mucho mayor, apenas despertó inquietud en Washington.

64. I. Millhiser, «Memo to *The New York Times*: Donald Trump Is a Republican», *Think Progress*, 11 de septiembre de 2017.

65. M. Yglesias, «The Looming Debt Ceiling Fight, Explained», *Vox*, 9 de agosto de 2017.

66. «How the Republican Tax Bill Compares with Previous Reforms», *The Economist*, 9 de diciembre de 2017.

67. A. Rappeport, «Ahead of Vote, Promised Treasury Analysis of Tax Bill Proves Elusive», *The New York Times*, 30 de noviembre de 2017. Para el memorándum de una página, que resumía el punto de vista del Tesoro sobre el impacto de las bajadas de impuestos en el crecimiento, véase «Analysis of Growth and Revenue Estimates Based on the U.S. Senate Committee on Finance Tax Reform Plan», 11 de diciembre de 2017, https://www.treasury.gov/press-center/pressreleases/Documents/TreasuryGrowthMemo12-11-17.pdf

68. P. Baker, «Arthur Laffer’s Theory on Tax Cuts Comes to Life Once More», *The New York Times*, 25 de abril de 2017.

69. A. Simpson y E. Bowles, «A Moment of Truth for Our Country's Financial Future», *The Washington Post*, 29 de noviembre de 2017.

70. R. Rubin, «Analysis: How Consensus for Corporate Rate Cut Turned into Partisan Tax Brawl», *The Wall Street Journal*, 22 de diciembre de 2017.

71. K. Zernike y A. Rappeport, «Heading Toward Tax Victory, Republicans Eye Next Step: Cut Spending», *The New York Times*, 2 de diciembre de 2017.

72. «Tax Reform Plan a “Bid to Make US Inequality Champion”», *Al Jazeera*, 16 de diciembre de 2017, https://www.aljazeera.com/news/2017/12/taxreform-plan-bid-champion-inequality-171216105649640.html

73. Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO), «Analysis of the LongTerm Costs of the Administration’s Goals for the Military», diciembre de 2017, https://www.cbo.gov/publication/53350

74. L. Summers, «Sugar High Is Right Diagnosis, Tax Cuts Are the Wrong Prescription», 10 de diciembre de 2017, http://larrysummers.com/2017/12/10/ sugar-high-is-right-diagnosis-tax-cuts-are-the-wrong-prescription/

75. J. Hilsenrath y D. Harrison, «Yellen Cites Benefits to Running Economy Hot for Some Time», *The Wall Street Journal*, 14 de octubre de 2017.

76. L. Summers, «Three (Almost) Inexplicable Parts of the Republican Tax Plan», *The Washington Post*, 5 de noviembre de 2017.

77. C. Collins, «House Republican: My Donors Told Me to Pass the Tax Bill “or Don’t Ever Call Me Again”», 7 de noviembre de 2017, https://www.vox. com/policy-and-politics/2017/11/7/16618038/house-republicans-tax-bill-do nors-chris-collins

78. «What Donald Trump’s Election Means for Government-Bond Markets», *The Economist*, 3 de diciembre de 2016.

79. J. Sommer, «Clouds Are Forming over the Bond Market», *The New York Times*, 30 de junio de 2017.

80. S. Oh, «Treasury Yields Rise as Roadblock to Tax Bill Removed», 15 de diciembre de 2017, https://www.marketwatch.com/story/treasury-yieldsinch-higher-as-tax-bill-set-for-unveiling-2017-12-15

81. IMF, *World Economic Outlook* (Washington, D.C., IMF, 2017), p. 19, figura 1.13, gráfico 4.

82. Americans for Financial Reform, «How Americans View Wall Street and Financial Regulation», agosto de 2017, http://ourfinancialsecurity.org/ame ricans-view-wall-street-financial-regulation-august-2017/

83. J. Mason y S. N. Lynch, «Trump's Message to Bankers: Wall Street Reform Rules May Be Eliminated», *Reuters*, 11 de abril de 2017.

84. J. Dizard, «The Trump Era of Light-Touch Regulation Dawns», *Financial Times*, 2 de julio de 2017.

85. H. Levintova, «House Republicans Are Trying to Pass the Most Dangerous Wall Street Deregulation Bill Ever», *Mother Jones*, 7 de junio de 2017.

86. G. Bennett, «House Passes Bill Aimed at Reversing Dodd-Frank Financial Regulations», *NPR*, 8 de junio de 2017.

87. «A Financial System That Creates Economic Opportunities: Banks and Credit Unions-Core Principles for Regulating the United States Financial System», Informe del Tesoro de Estados Unidos al presidente Donald J. Trump, orden ejecutiva 13772 (junio de 2017).

88. J. Dizard, «The Trump Era of Light-Touch Regulation Dawns», *Financial Times*, 2 de julio de 2017.

89. A. Scaggs, «Save the OFR», *Financial Times*, 15 de junio de 2017.

90. B. Jopson, «US Regulator Moves to Loosen Volcker Rule», *Financial Times*, 2 de agosto de 2017.

91. R. Tracy, «Trump Team to Recommend Keeping Dodd-Frank Liquidation Power», *The Wall Street Journal*, 29 de noviembre de 2017.

92. Para la defensa de Greenspan véase A. Greenspan, «The Crisis», *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera de 2010, pp. 202-250. Para la cobertura de los medios, véase Dealbook, «Greenspan: The Fed Failed to Gauge the Bubble», *The New York Times*, 18 de marzo de 2010.

93. B. Bernanke, «Shrinking the Fed’s Balance Sheet», *Brookings*, 26 de enero de 2017.

94. V. Guida y B. White, «Trump Dumps Yellen, Picks Powell in Biggest Economic Move», *Politico*, 2 de noviembre de 2017, https://www.politico.com/ story/2017/11/02/trump-picks-powell-fed-chair-244475

95. Véase la biografía de Powell en el Bipartisan Policy Center, https://bipartisanpolicy.org/person/jerome-powell-0/

96. B. Applebaum, «In Choice of Fed Chairman, Trump Downgrades Deregulation», *The New York Times*, 29 de octubre de 2017.

97. D. A. Irwin, «Mr. Trump’s Trade War», *The Wall Street Journal*, 15 de diciembre de 2017.

98. D. Lawder, «G20 Ministers Give Mnuchin Space to Define Trump Trade Agenda», *Reuters*, 20 de marzo de 2017.

99. C. Jones y S. Fleming, «G20 Drops Vow to Resist All Forms of Protectionism», *Financial Times*, 18 de marzo de 2017.

100. *Ibid*.

101. A. Parker, P. Rucker, D. Paletta y K. Deyoung, «Inside Donald Trump's Sudden Reversal on NAFTA», *Chicago Tribune*, 27 de abril de 2017.

102. J. Mason y D. Lawder, «Trump Says Was “Psyched to Terminate NAFTA” but Reconsidered», *Reuters*, 26 de abril de 2017.

103. «Inside Donald Trump’s Sudden Reversal on NAFTA».

104. M. Grunwald, «The Trade Deal We Just Threw Overboard», *Politico Magazine*, marzo-abril de 2017.

105. D. A. Irwin, *Clashing over Commerce: A History of US Trade Policy* (Chicago, Chicago University Press, 2017), ubicaciones de Kindle 9115-10214.

106. G. Shaffer, M. Elsig y M. Pollack, «The Slow Killing of the World Trade Organization», *The Huffington Post*, 17 de noviembre de 2017, https:// www.huffingtonpost.com/entry/the-slow-killing-of-the-world-trade-organiza tion_us_5a0ccd1de4b03fe7403f82df

107. P. Levy, «Robert Lighthizer’s Global Trade Governance Critique», *Forbes*, 12 de diciembre de 2017.

108. «US Broadside Leaves WTO Meeting in Tatters», *Deutsche Welle*, 12 de diciembre de 2017.

109. K. McNamara, «Trump Takes Aim at the European Union: Why the EU Won’t Unify in Response», *Foreign Affairs*, 24 de enero de 2017.

110. E.-K. Symons, «Steve Bannon Loves France», *Politico*, 22 de marzo de 2017; y C. Alduy, «The Novel That Unites Marine Le Pen and Steve Bannon», *Politico*, 23 de abril de 2017.

111. D. Frum, «Trump’s Trip Was a Catastrophe for US-Europe Relations», *The Atlantic*, 28 de mayo de 2017.

112. J. Henley, «Angela Merkel: EU Cannot Completely Rely on US and Britain Any More», *The Guardian*, 28 de mayo de 2017.

113. R. Haass, *Twitter*, 28 de mayo de 2017.

114. Para el discurso de Emmanuel Macron en La Sorbona, «Sorbonne speech of Emmanuel Macron-Full text/English version», http://international. blogs.ouest-france.fr/archive/2017/09/29/macron-sorbonne-verbatim-europe18583.html

115. Para los comentarios de Trump en Polonia, «Remarks by President Trump to the people of Poland», 6 de julio de 2017, https://www.whitehouse. gov/briefings-statements/remarks-president-trump-people-poland/

116. «Schäuble Defends German Trade Surplus in the US», 20 de abril de 2017, http://www.dw.com/en/schäuble-defends-german-trade-surplus-in-theus/a-38525267

117. T. Fairless, «Schäuble Defends Germany’s Trade Surplus», *The Wall Street Journal*, 20 de abril de 2017.

118. B. W. Setser, «G-3 Coordination Failures of the Past Eight Years? (A Riff on Cœuré and Brainard)», *Follow the Money* (blog), 23 de agosto de 2017, https://www.cfr.org/blog/g-3-coordination-failures-past-eight-years-riffcoeure-and-brainard

119. Véanse los comentarios del director general de la OMC, R. Azevedo, «Remarks: The Evolution of Trade, Technology, and Globalization: How to Foster Inclusive Growth», 8 de noviembre de 2017, https://www.wto.org/ english/news_e/spra_e/spra198_e.htm

120. C. Constantinescu, A. Mattoo y M. Ruta, «The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?», *International Monetary Fund*, n.º 15-16, 2015.

121. Véase la poderosa crítica de S. J. Evenett y J. Fritz, *Will Awe Trump Rules? The 21st Global Trade Alert Report* (Londres, CEPR, 2017).

122. B. W. Setser, «Dark Matter. Soon to Be Revealed?», *Follow the Money* (blog), 2 de febrero de 2017, https://www.cfr.org/blog/dark-matter-soon-be-revealed

123. *National Security Strategy of the United States* (Washington, diciembre de 2017), p. 37, https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2017/12/ NSS-Final-12-18-2017-0905.pdf

124. D. A. Graham, «The Wrong Side of “the Right Side of History”», *The Atlantic*, 21 de diciembre de 2015, https://www.theatlantic.com/politics/archive/ 2015/12/obama-right-side-of-history/420462/

125. IMF, *World Economic Outlook*, octubre de 2017, pp. 23, 187, 204.

1. N. Barkin y E. Piper, «In Davos, Xi Makes Case for Chinese Leadership Role», *Reuters*, 17 de enero de 2017.

2. «President Xi’s Speech to Davos in Full», Foro Económico Mundial, 17 de enero de 2017.

3. E. Wong y C. Buckley, «Stock Market Plunge in China Dents Communist Party's Stature», *The New York Times*, 9 de julio de 2015.

4. C. Walter y F. Howie, *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise* (Singapur, Wiley, 2011).

5. «China Forex Reserves Fall $512.66 Billion in 2015, Biggest Drop on Record», *Reuters*, 7 de enero de 2016.

6. «China’s Yuan Carry Trade, an Anchor and a Risk for Asia», *Reuters*, 30 de enero de 2014; y «Is the $1tn China Carry Trade Imploding?», *Financial Times*, 5 de febrero de 2015.

7. «Highlights of the BIS International Statistics», BPI, 7 de diciembre de 2014.

8. R. N. McCauley, «Capital Flowed Out of China Through BIS Reporting Banks in Q1 2015», BPI, 13 de septiembre de 2015.

9. «The World Economy Is Picking Up», *The Economist*, 18 de marzo de 2017.

10. «China’s Slowdown and Cheap Oil», *BBC*, 26 de agosto de 2015.

11. «Timeline of China’s Attempts to Prevent Stock Market Meltdown», *Reuters*, 28 de agosto de 2015.

12. «The World Economy Is Picking Up».

13. S. Fischer, «The Federal Reserve and the Global Economy», Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, 11 de octubre de 2014.

14. «Janet Yellen Invokes China 16 Times in 1 Hour», *CNN*, 18 de septiembre de 2015.

15. «Fed Should Not Raise Interest Rates Just Yet: China Firmin», *CNBC*, 12 de octubre de 2015.

16. «Fed’s Focus on China Unnerves Some Investors», *Reuters*, 18 de septiembre de 2015.

17. «Fed Raises Key Interest Rates for First Time in Almost a Decade», *The New York Times*, 16 de diciembre de 2015.

18. B. Setser, «Too Chinese (and Russian) to Fail?».

19. «The View of the Eurozone Crisis from China», *Chicago Policy Review*, 16 de abril de 2012; y «China's Fears Grow over Eurozone Crisis», *The Telegraph*, 20 de agosto de 2012.

20. V. Dombrovskis y P. Moscovici, «Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union» (Bruselas, Comisión Europea, 2017).

21. «Iniciativa por Europa: por una Europa soberana, unida, democrática» (discurso de Emmanuel Macron, La Sorbona, París, 26 de septiembre de 2017).

22. A. Lerner, «The Economics and Politics of Consumer Sovereignty», *American Economic Review*, 62 (1972), pp. 258-266.

23. Las dos aportaciones más relevantes son C. Clark, *Sleepwalkers* (Londres, Penguin Press, 2013) [Trad.: *Sonámbulos: cómo Europa fue a la guerra en 1914*, Galaxia Gutenberg-Círculo de Lectores, 2014.]; y J. Leonhard, *Pandora's Box* (Cambridge, MA, Harvard University Press, 2017).

24. M. Mann, *Sources of Social Power*, vol. 2, 2.ª ed. (Cambridge, Cambridge University Press, 2012), es una reconstrucción teórica destacable. [Trad. : *Las fuentes del poder social*, II: *El desarrollo de las clases y los Estados nacionales, 1760-1914*, Alianza, 1997.]

* Un *swap* de liquidez es una línea de crédito para que los bancos centrales puedan prestarse dinero. (*N. del E.*)

* En inglés, la palabra «liberal» hace referencia a lo que en Europa asociamos a posturas socialdemócratas. (*N. del E.*)

* Las hipotecas *subprime*, a veces traducidas como «alto riesgo», son aquellas que se conceden a prestatarios de mala o dudosa calidad crediticia. (*N. del E.*)

* Mortgage-Backed Securities, en castellano «valores respaldados por activos». Es un tipo de ABS (ver pág. 74) solo que únicamente compuesto por activos hipotecarios, esto es, créditos hipotecarios que dan derecho al tenedor al correspondiente flujo de pagos. (*N. del E.*)

* Assets Back Securities, una categoría más general que los MBS. Un ABS podía estar configurado por préstamos o cualquier otro tipo de préstamo al consumo, u otros tipos de títulos que generan ventas para su tenedor. (*N. del E.*)

* Expresión que se utiliza cuando no se aborda con diligencia una situación de insolvencia. (*N. del E.*)

* Mote despectivo para referirse a Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España (Spain, en inglés). (*N. del E.*)

* A partir del famoso «Yes, We Can» de Obama («Sí, podemos»), una *can* (lata) devolvía la pelota (*kick back*) en *can*-paña contra el déficit. La imagen típica era un hombreanuncio, disfrazado como una lata con los colores de la bandera estadounidense. (*N. del t.*)

* Juego de palabras con un término alemán de uso habitual en inglés, *Schadenfreude*, la alegría ante el mal ajeno; en este caso ante la parálisis gubernamental (*shutdown*) ajena. (*N. del t.*)

* *Tapering* es como se conoce al proceso contrario a la expansión cuantitativa (QE). (*N. del E.*)

* En Estados Unidos, la generación del *baby boom* es bastante anterior a la española: su inicio se suele situar hacia 1945 o 1946, en la inmediata posguerra. Bush hijo también nació en 1946, con lo que se habla de Trump como el tercer presidente *boomer*. (*N. del t.*)

Crash. Cómo una década de crisis financiera ha cambiado el mundo
Adam Tooze

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita reproducir algún fragmento de esta obra.
Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

Título original: *Crashed. How a decade of financial crises changed the world*

© Adam Tooze, 2018

© de la traducción, Yolanda Fontal, Efrén del Valle y Gonzalo García, 2018

© del diseño de la portada, Mike McQuade
© de la imagen de la portada, Matt Benoi - Istock - Getty Images

© Editorial Planeta, S. A. (2016)
Ediciones Destino es un sello de Editorial Planeta, S.A.
Diagonal, 662-664. 08034 Barcelona
www.ed-critica.es
www.planetadelibros.com

Para la revisión de algunos aspectos técnicos de este libro hemos contado con la ayuda de: Luis Torras, analista financiero.

Primera edición en libro electrónico (epub): septiembre de 2018

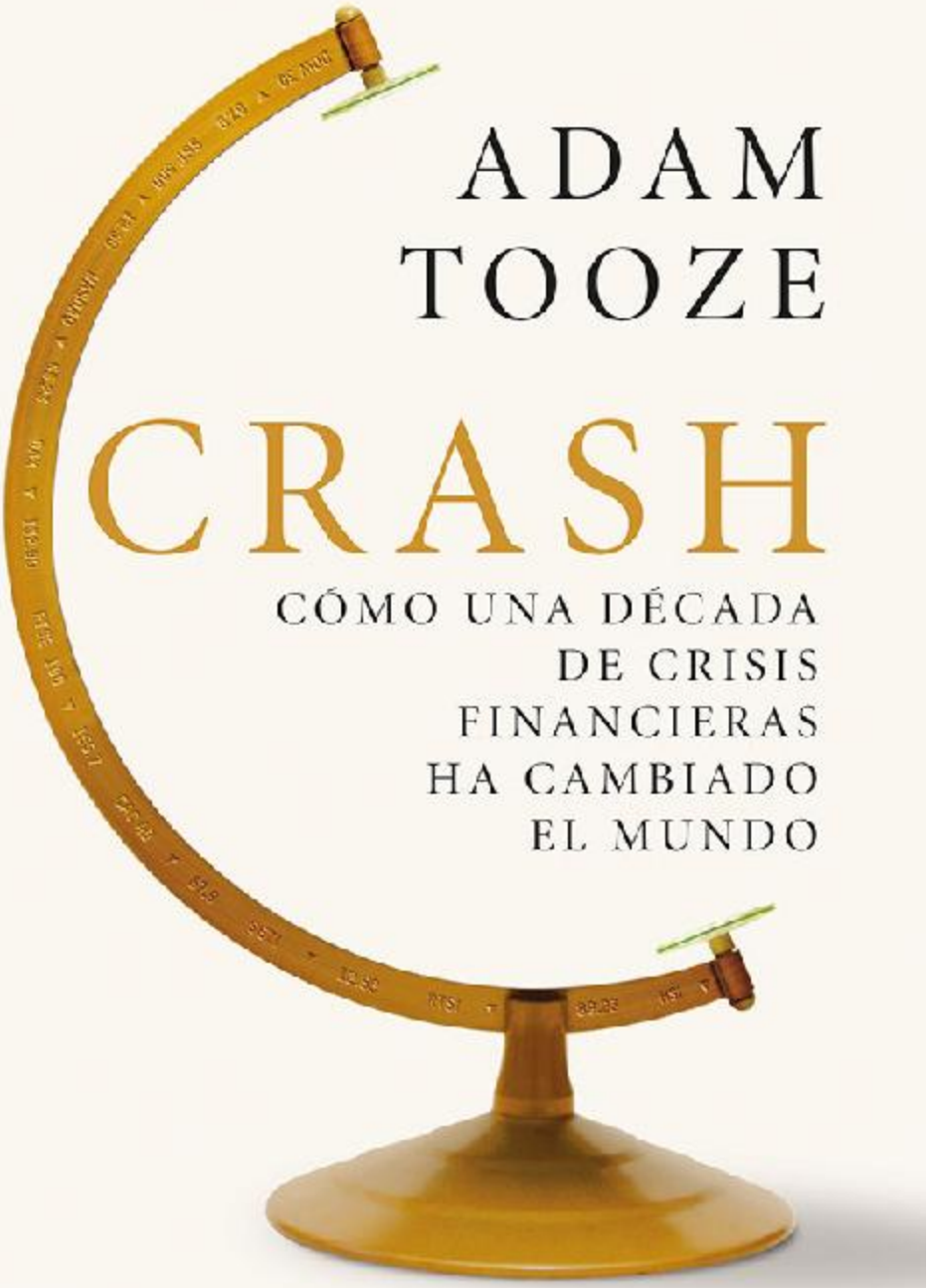
ISBN: 978-84-9199-035-2 (epub)

Conversión a libro electrónico: Newcomlab, S. L. L.
www.newcomlab.com

ADAM
TOOZE

CRASH

CÓMO UNA DÉCADA
DE CRISIS
FINANCIERAS
HA CAMBIADO
EL MUNDO



CRÍTICA